


# 基金

一部全景展现中国基金业发展二十年的史诗

 中国证券投资基金业协会 / 编著

中信出版集团

# 版权信息

书名:基金

作者:中国证券投资基金业协会

ISBN:9787508698489

中信出版集团制作发行

# 编委会

主编：洪磊 金旭

委员：（以姓氏笔画为序）

叶俊英 孙杰 汤进喜 肖风

肖婉如 郑富仕 范勇宏 钟蓉萨

撰稿人：（以姓氏笔画为序）

李晔斌 范恩洁 徐国杰

# 序一　在中国基金业20周年论坛上的致辞（代序一）

中国证监会主席、党委书记 刘士余

今年是中国改革开放40周年，资本市场是改革开放的丰硕成果。经过20多年来的砥砺奋进，中国资本市场和基金业取得了令人瞩目的成就。在习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九大精神的指引下，我们正进一步深化资本市场改革、扩大对外开放，在新的历史起点上再出发。

伴随着中国改革开放的历史进程，中国基金业自1998年启航，从无到有，从小到大，资产管理规模、资本实力、治理水平和服务能力均实现了跨越式发展。20年的历程是非凡的，变化是巨大的，成就是喜人的。一是基金公司已经发展成为重要的机构投资者，在壮大资本实力和促进资本市场平稳健康发展方面发挥着日益积极的作用。公募基金、私募基金及各类资管计划持有A股市值达到5万亿元，约占A股总市值的10%。公募基金管理了社保基金委托管理份额的八成并实现年化8.44%的业绩回报。二是公募基金越来越大众化、普及化，正逐步成为普惠金融的重要载体。数以万计、类型丰富的基金产品已经成为超过2亿的中国老百姓理财的重要工具选择。公募基金自成立以来，累计向持有人分红超过1.7万亿元。三是构建了以《基金法》为核心的法律规则体系和监管框架，形成了独立托管、净值管理、披露透明、诚信自律等一批既遵循国际惯例又符合中国发展阶段的制度规范，建立并完善了行政监管和自律管理相结合的基金监管体系。四是基金业倡导的信义文化促进了财富管理行业的规范发展和法制完善，不断引

领和弘扬着长期投资、价值投资的理念，正日益改变大众投资者的理财观念。

特别是近些年来私募股权投资基金快速发展，为促进长期资本形成、支持科技创新和国企改革发挥了重要作用。私募股权投资基金累计投资项目超过9万个，形成资本金5万多亿元。最近三年，有并购基金参与的并购重组交易额达5.8万亿元，提供了IPO以外早期资本最重要的退出通道。私募股权投资基金在培育新的经济增长点、促进动能转换和产业升级方面发挥了不可替代的作用，已经发展成为支持实体经济和服务供给侧结构性改革的重要力量。

20年来，我们始终坚持从中国国情出发，紧紧围绕服务实体经济发展的根本方向，坚持市场化、法治化、国际化的原则，在实践中不断探索基金业发展和监管的规律，持续深化基金业的改革和对外开放。中国的资本市场和基金业，已经形成了在发展中开放、在扩大开放中更稳健发展的格局。

我们正在进一步推动资本市场的全面对外开放，优化完善沪深港通，扎实稳妥推进沪伦通；推动A股顺利纳入明晟新兴市场指数（MSCI）和富时罗素国际指数；大幅放宽证券基金期货行业外资股比限制；放开外国人开立A股账户政策，将在境外工作的外籍员工纳入股权激励范围；放开外商独资和合资私募管理人登记。在资本市场对外开放的进程中，中国基金行业迎来了新的发展机遇。

中国证监会将继续深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九大精神，按照党中央国务院关于经济金融工作的方针政策，全面深化资本市场改革，尽快形成资本市场全面开放新格局。在推动基金行业健康发展方面，将重点做好以下工作。

一是鼓励私募股权与创投基金积极参与企业并购重组、债转股以及股权融资。鼓励各类各级政府管理的投资基金、私募股权投资基金

管理人和券商资管等设立股权并购基金，提升上市公司的融资便利，改善上市公司的治理结构，有效防范股权质押风险。

二是充分发挥私募基金的积极作用，激发市场活力。进一步健全适应创投行业的差异化监管机制，研究完善并购重组领域创投基金所投企业上市解禁期与投资期限反向挂钩机制。优先支持设立主要投资于民营企业的各类股权和债权投资基金。推动完善相应的财税政策，进一步支持私募股权基金投向高新技术企业与产业。

三是大力发展公募基金等机构投资者。在税收递延政策支持下，做好养老基金产品储备、养老金账户衔接及平台建设工作，为明年公募基金纳入养老金配置盘子做好准备。持续改进公募基金审批服务，加快发展权益类公募基金，支持外资资管机构从事权益类资产的资管业务。

四是鼓励基金公司依法实施股权激励和员工持股计划，充分调动专业人才的积极性。

五是完善基金销售机制，推进基金投资顾问队伍建设。

基金是资本市场的重要参与者，与资本市场发展息息相关。希望基金行业坚守信义义务，恪守专业精神，防范利益冲突，以专业诚信赢得投资人信任；希望基金行业坚持基金本质，不断提高市场定价和价值投资能力，准确把握产业发展和技术创新趋势，创新产品和服务，更好地满足实体经济和产业升级的需求；希望基金业协会把信义义务落实为行业行为规范，加强自律管理，努力形成行业自我约束、规范发展的良性运行机制。

中国基金业二十载的发展成绩来之不易，我们要倍加珍惜。新时代要有新气象、新作为。中国证监会将和基金行业一道，同心协力，脚踏实地，共同促进资本市场平稳健康发展！

# 序二　在中国基金业20周年论坛上的致辞（代序二）

全国人大常委会委员、全国人大宪法和法律委员会主任委员 李飞

经过20年的发展，基金业已经发展为制度体系完备、产品种类齐全、专业能力突出的现代金融服务行业，为广大投资者创造了可观的财富，也为我国养老体系建设做出了巨大贡献。

与其他金融行业相比，我国基金业的发展有其鲜明特色，其中，“立法先行”是一个重要特点。我有幸参与了《基金法》的制定及修订工作，在这里，我想结合立法过程，就基金行业的法治化建设谈一谈个人体会，与大家共享。

一是《基金法》以信托关系与信义义务为基础，搭建了保护投资者利益的“安全网”，奠定了行业健康发展的基石。《基金法》在信托关系基础上，构建了完整的基金法律关系，对基金管理人、基金托管人的受托职责进行了明确界定；围绕信义义务建立了基金财产独立、公开信息披露、基金份额持有人大会、基金份额持有人诉权等一系列详细规定，将保护投资人合法权益置于首要位置。信托关系与信义义务的落实令基金行业成为投资者保护最为充分的行业。

二是私募基金纳入《基金法》为基金行业增加了活力，为丰富直接融资体系、完善多层次资本市场贡献了力量。2003年《基金法》主要规范了公募基金，随着经济结构调整和居民财富管理需求增长，私募基金也得到了快速发展，但当时由于私募基金的设立和运作缺乏相应的法律依据，在现实中产生了很多社会问题。2012年修订的《基金

法》将私募基金纳入规范，为私募基金的蓬勃发展提供了有利条件，成为推动供给侧结构性改革和多层次资本市场建设的重要力量。

三是适应国家治理现代化需要，明确了行业自律的独立地位，构建了自律、行政、司法相互协调、相互补充的现代行业治理格局。新《基金法》开辟专章明确了基金行业协会的自律管理职责，在私募基金领域搭建了以行业自律为主的行业治理框架。公司自治和行业自律以高于监管标准的形式存在，在法律和监管要求基础上，行业自律发挥业务规则和行为规范的具体矫正作用，与行政监管、司法惩戒共同构筑多层次规范体系，保证行业长治久安。

从境外成熟市场经验看，基金业为社会提供了家庭理财的“安全网”，也为创新投资、价值投资提供了重要工具，对推动经济社会发展起到极其重要的作用。我国正处在向高质量发展转型的关键时期，高质量发展意味着更加专业化、精细化的社会分工，更有创新活力的产业体系，更加便利的金融基础设施和更加高效的投融资服务。我们期待基金业能够坚持行业本质，恪守信义义务，在合规运作中提升专业能力，在规范发展中迸发活力，为高质量发展做出更大贡献！

# 序三　雄关已飞度 漫道更辉煌——中国基金业在改革开放中发展壮大

中国证券投资基金业协会党委书记、会长 洪磊

基金业协会组织编写的《基金》即将付梓，既是大事，更是好事，值得庆祝。

本书立意于改革开放历史性变局背景之下，回顾中国基金业从萌芽破土到成长壮大的历程，时间跨度20余年，内容涵盖法制建设、行业治理、市场创新、对外开放等诸多方面，全景式展现中国基金业发展历史，并以此为切入点，突出反映基金业对我国资本市场建设和经济社会发展产生的积极贡献及对百姓生活的重要影响。

同时，随着传媒的发展和时间的流逝，碎片化的资料浩如烟海，很多当事人的记忆也渐趋模糊，尽早进行资料梳理和人物采访变得紧迫而必要。写作组、被采访人、编委会等同志为此付出了大量心血，使书籍内容具备了时代性、全面性、准确性等特征，相信本书将会成为未来研究基金发展史，乃至金融发展史的重要历史资料。

既是总结，又是抢救，可以说是编写本书的初心。

2018年是改革开放40周年，也是中国基金业规范发展20周年。作为行业20年发展的亲历者，我见证了这个行业改革发展、开放壮大的全过程，也希望借此机会，谈谈对基金业发展的一些看法。

经过20世纪90年代初期以淄博基金为代表的早期探索，国务院证券委于1997年颁布《证券投资基金管理暂行办法》，拉开了基金业规

范发展的序幕。1998年3月，第一家公募基金管理公司国泰基金管理公司成立，首批公募基金产品基金金泰、基金开元正式设立。以此为起点，在先进制度的保障下，在广大投资者的支持下，基金业坚守责任使命，依托专业能力，走上了规范运作、不断壮大的快速发展之路。

20年栉风沐雨，20年砥砺奋进。截至2018年6月底，中国证券投资基金业协会自律管理的各类资产管理业务规模达到53.07万亿元，占全社会资产管理业务的半壁江山。其中，公募基金管理规模12.70万亿元，私募基金管理规模12.60万亿元，证券期货经营机构私募资产管理业务规模27.61万亿元。20年来，公募基金已发展为制度体系最为完善、信托关系落实最为充分、投资者权益保护最为有效的行业，没有发生系统性风险，成为资产管理行业规范发展的标杆。5年来，私募基金迸发出强大的资本形成能力，投早、投小、支持创新效果显著，与公募基金一道，成长为资本市场的重要机构投资者，成长为创新资本形成和创新驱动发展的重要力量。

基金业波澜壮阔的20年，印证了改革开放事业的成功，也蕴含着诸多思考与启示。忠实履行信义义务成为支撑行业持续健康发展的根基，突出体现在行业“法治、专业、自律、信用”四大实践之中。

一是恪守本质、与时俱进，不断提升的法治水平为行业发展提供了根本保障。1997年颁布的《证券投资基金管理暂行办法》，确立了集合投资、受托管理、独立托管和利益共享、风险共担等基金基本原则；《证券投资基金管理暂行办法》相关配套规则奠定了行业制度的基本方向。2003年颁布的《基金法》将基金业遵循的信义义务上升为基本法，系统地规范了信托关系当事人的权利义务。《基金法》与随后颁布的6个配套行政法规，被业内人士合称为“一法六规”，构建了我国基金业法制体系的核心，为行业行稳致远打下坚实基础。

2012年，《基金法》完成重大修订，并于2013年正式实施。新《基金法》继承和发扬了信托管理主体间权利义务关系理念，围绕基

金持有人权益保护，全面强化基金管理人内部治理、基金从业人员诚信义务和中介服务机构职责要求，进一步优化行业监管体系。新《基金法》最显著的变化是增加了“非公开募集”章节，将私募基金纳入调整范围，开辟专章明确了基金行业协会的自律管理职责，明确了行业自律的独立地位，构建了自律、行政、司法相互协调、相互补充的法治新格局。

20年来，行业逐步发展出双受托制度、投资者适当性制度、信息披露制度、公平交易制度、净值管理制度、看穿式监管制度等一系列基本制度规范，忠实维护持有人利益优先原则，全面落实信义义务要求，并根据行业发展实际不断完善，实现了良法与善治的良性互动，奠定了行业健康发展的根基。

二是勇于开放、对标国际，不断提升的专业能力为行业发展厚植了内生动力。自1997年颁布《证券投资基金管理暂行办法》，到2003年《基金法》和2012年新《基金法》颁布，基金业制度体系始终与国际成熟市场充分接轨，在具体规则上不断完善。从行业层面看，2001年12月，中国加入WTO；2002年6月，《外资参股基金管理公司设立规则》颁布；同年12月，首家中外合资基金管理公司成立；2005年基金管理公司外资股东持股比例上限提升至49%，合资基金管理公司迎来发展高峰。2018年4月，基金管理公司外资持股比例放宽至51%，且三年之后外资持股比例将不受限制。在此期间，QFII、QDII制度推行，内地与香港基金实现互认，基金业“引进来”和“走出去”迈出实质性步伐。截至2018年9月，我国已经有45家中外合资基金管理公司、14家外商独资私募证券投资基金管理人。对外开放为我国基金行业引入了先进的制度经验和管理思想，极大地推动了我国基金行业规范发展进程。

16年来，基金业不断扩大对外开放力度，引入成熟市场基础制度和运行机制，在基金管理公司内部治理、投研体系建设及专业管理人

员队伍等专业能力建设方面取得了显著进步。行业开放既带来了先进的理念、制度，也提升了行业专业化投资管理能力和市场化竞争水平，激发了行业活力，增强了抗风险能力，为行业长远发展培育了源源不断的内生能力。

三是优化自律、完善服务，不断提升的自律水平探索出行业现代化治理新路。早在1999年，由10家基金管理公司自发组织，轮流举办基金业联席会议，首开行业自律先河。2001年，中国证券业协会设立基金公会，2002年成立基金业委员会，行业自律意志得到初步体现。2012年6月，中国证券投资基金业协会成立。2012年12月，修订后的《基金法》颁布，中国证券投资基金业协会全面履行行业自律管理职责。行业自律在吸收借鉴海外经验和国内基金治理实践的基础上，以落实信义义务、防范利益冲突为核心，在登记备案、产品募集、基金合同、信息披露、内部控制、基金服务和从业人员管理等方面构建了比较完备的规则体系和行为规范，逐步探索出行业自律自治的新路。

四是科技推动、数据支撑，不断完善的信用机制营造了行业良性生态。规范、透明是公募基金的鲜明特征，也是公募基金引领资产管理行业标准的法宝。自2003年开始，中国证监会陆续出台了涵盖基金财务指标、净值表现、投资组合、基金合同、托管协议等信息披露内容与格式准则。2008年8月，中国证监会发布《证券投资基金信息披露XBRL标引规范》和《证券投资基金信息披露XBRL模板》，在基金信息披露中正式应用可扩展商业报告语言，实现了一次录入、多次使用，极大地提高了基金信息披露的规范性和透明度，也极大地提高了基金信息编报、传送与使用的效率和质量。信息披露体系的建立和可扩展商业报告语言（XBRL）的应用让基金行业的规范、透明变成现实。2006年开始建设基金综合监管系统（FIRST），充分的信息披露和强大的异常行为监测，为公平交易、规范运作、防范道德风险和市场风险打下良好基础。其间，证券投资基金估值业务指导意见及会计核算指引发布，解决了基金估值随意和操纵的风险，公募基金在净值

化管理和公允价值计量方面形成了资产管理行业的最佳实践。2004年7月，《证券投资基金销售管理办法》公布实施，2011年正式修订，要求“基金销售机构、基金注册登记机构应当通过中国证监会指定的技术平台进行数据交换”，使基金注册登记与运作数据集中备份到中央数据交换平台，实现了账户分布式存储，提高了基金账户的安全性和不可篡改性，为行业数据安全高效流转和大数据监管奠定了基础，有效保护了投资者合法权益。2013年，《证券投资基金销售管理办法》再次修订，扩大了基金销售机构类型，引入第三方支付机构并规范基金销售支付结算，明确了销售结算资金的法律性质，销售理念和业务模式进一步优化，推动了基金销售业务的全面发展。私募基金登记备案以来，协会信用信息管理平台持续迭代。2017年3月，资产管理业务综合报送平台正式上线，形成了集机构、产品、人员为一体的信息报送和流程管理平台，行业信息报送、存储方式实现了从非结构化、非标准化到结构化、标准化的实质性转变，有力提升了登记备案、信息披露、信用公示、信用管理与信用报告服务质量，使基金管理人关注的焦点从监管部门回到自身信用、客户利益和实体经济需求，形成了信用记录、信用约束和信用发展的良性循环。

“善学者尽其理，善行者究其难”。基金业肩负着服务实体经济、建设多层次资本市场、提高居民财富管理水平的重任，必须把握新形势，明确新使命，站在新时代新起点上，坚定不移地推进改革开放，遵循信义义务根本要求，将基金业发展推向更高阶段。

一是要在服务实体经济方面行稳致远。服务实体经济是金融的天职，更是基金业的使命。服务实体经济的核心就是要发挥集合投资、组合投资的专业化功能，推动长期资本形成，服务创新发展。要发展长期投资生态链条，引导养老金、理财资金等有长期配置需要的资金开展大类资产配置业务，形成从长期资金到公私募基金再到基础资产三层有机架构。要建立资本市场中性、透明税收制度，通过税收递延鼓励引导长期投资。要支持符合条件的私募证券投资基金管理机构申

请公募业务，让最优秀的人有机会为大众理财，催生基金业自主发展新动力。

二是要在防范行业风险方面持之以恒。金融安全关系我国经济社会发展大局。“泾溪石险人兢慎，终岁不闻倾覆人”。基金业要从基金本质出发，坚持组合投资、风险自担等基本要求，忠实履行受托职责，恪尽信义义务，做好跨市场风险管理。要进一步明确私募基金登记备案和风险监测标准，防范利益冲突，防止刚性兑付、资金池甚至非法集资活动渗透到基金领域，守住行业风险底线。要进一步加强基金托管制度建设，有效保障受托财产安全，切实防范管理人道德风险。要强化第三方服务机构信义义务要求，加强金融与工商基础设施互联互通，保障基金财产闭环运作。要在全行业继续弘扬合规文化，树立“合规创造价值”理念，将忠实履行信义义务的基本要求融入行业合规工作全过程，持续提升合规风控内在要求。

三是要在新一轮对外开放中发展壮大。坚持推进对外开放是中国与世界交融发展的必然要求。要坚决贯彻落实国家对外开放战略和具体部署，积极稳妥推动基金业新一轮对外开放。要支持符合条件的优秀基金公司走出去，培育具有国际竞争力的资产管理机构。要借鉴国际经验，推动基金业践行责任投资，引导基金管理人将保护环境、维护社会正义、强化公司治理纳入投资管理体系。要继续探索开放发展新路，在开放中建成一个强大的资产管理行业。

投资者的信任是基金业健康发展的基石。要尽一切努力提升行业专业精神和信义文化，为投资者赢得长期、可靠的投资回报。要依靠市场竞争优化服务、调节费率，倡导理性投资、长期投资，做好投资者教育，维护投资者合法权益，让基金业发展成果惠及更多投资者，让更多投资者信任、支持基金业发展壮大。

世上没有平白无故的成功，所有的鲜花都是汗水浇灌而成。基金业20年取得的成就，是数十万基金人智慧、勇气和拼搏的成果。当初

的创业者，已华发渐生；今天的坚守者，更踌躇满志。“功成不必在我，而功力必不唐捐”。历史铭刻的是辛勤付出，未来传承的是价值操守。

拥抱新时代，扬帆再奋发。一切伟大成就都是接续奋斗的结果，一切伟大事业都需要在继往开来中推进。基金业未来发展的蓝图，需要同人以不忘初心、牢记使命的历史担当继续描绘；基金业更加精彩的明天，需要大家发扬钉钉子精神继续奋进搏击！

我坚信，基金业的明天一定更辉煌！

至于中国基金业20年来发生了多少跌宕起伏的故事，又成就了多少光荣梦想，请各位读者从本书中细细品味。

是为序。

2018年10月于北京

# 序四　共同成长的合作岁月

全国社会保障基金会理事、中投公司原总经理 李克平

感谢中国证券投资基金业协会邀请我为回顾中国基金业20年发展历史的《基金》一书撰写序言。

我有幸在2000年开始参与筹建全国社保基金理事会，一直到2011年调到中投公司工作，因为这份机缘，所以能够在相当长一段时间内，通过委托投资的方式与中国基金业有非常紧密的合作和沟通，不仅与基金投资管理人形成了一种长期的良性互动，也见证了行业的快速成长。

## 高标准促进行业发展

回顾新世纪之初，我国新生的资本市场充斥着坐庄获利、内幕交易等不规范现象。彼时，社保理事会刚刚成立，而基金黑幕的曝光给刚刚蹒跚学步三年的中国基金业敲响警钟。

在这样的背景下，作为国内规模最大的养老金多元化投资运作的先行者，社保基金在成立之初就坚持在长期投资、价值投资、责任投资等核心理念的基础上，进行资产配置管理和投资运作，并且通过选择社保基金管理人和促进社保基金管理人在理念和实践中言行一致，对中国资本市场不断进化和完善发挥了积极的推动作用，在引导公募基金为代表的资产管理机构树立正确的投资理念和规范发展上，作为一个上游机构投资者，具有不可替代的重要作用。

在早期选择委托管理人阶段，社保基金就坚持高标准、严要求，这对中国基金业朝着正确方向发展的促进作用显而易见。与面对千家万户的散户投资者用脚投票不同，当管理人遇见一位掌握了大量资金，又有明确理念、管理方式和选择标准的机构委托人时，自然会对自己的行为有更大的约束力。如果社保基金的这个约束和要求是错误的价值方向，当然也会对基金管理人带来很大扭曲。反之，就会对公募基金管理人带来良性推动。

国际发达市场和行业的发展都表明，来自投资者需求的规范要求，是推动行业发展和构建资本市场良好生态不可或缺的要素。

所以在这个层面上，一个理性的、规范的、有理念的长期投资者，对基金管理人来说不仅是业务促进上的伙伴，更是能够刺激和推进行业发展的挚友。

## 完备制度让合作更加坚实

不可否认，无论过去还是现在，中国都是一个新兴的资本市场，社保基金能够迅速建立正确和规范的投资管理模式，并且找到理念匹配的委托管理人，与中国基金业法规建立健全、不断迭代规范以及高效的纠错机制密不可分。

作为一个观察者，我看到，虽然中国基金业20年发展历经风雨，有很多坎坷，但是每经过一次坎坷，都能够总结经验，并在法规和监管方面不断完善。难能可贵的是，中国基金业在建立初期就有完整的法规框架、托管制度以及规范的中后台运行体系，始终向国际通行标准看齐，这在国内其他行业极为少见。

得益于行业各项制度的规范和完善，社保基金的投资运作模式可以和公募基金管理人做到一拍即合，双方在中国资本市场中共同成长。

基金业中很多有经验的基金经理，希望能够构建一个更长久、更稳定、可以不断纠正自身理念和方式的空间，但是太短期和非理性的投资者无法给他们提供这样的机会和空间。

对于不断成长中的基金经理而言，他们可能并没有管大资金的经验，但学到了很多先进的理念和做法，也希望能够遇到这样的资金：既赏识他，又给他空间，有一个成长和施展的机会。这正是社保基金所具备的，双方高度契合。

## 最看重基金管理人言行一致

社保基金在管理运作过程中，坚持理性和规范运作，倡导有自己清晰明确的投资理念，并且在与公募基金管理人的交流和实践中，把投资理念变成制度化、程序化、系统化的操作方式，包括评价办法、管理模式等。

在评价办法上，社保基金在选择公募基金管理人时特别看重理念和执行过程中的言行一致。比如，基金经理标榜自己的理念是价值投资，但实际换手率达到300%，如何去实践价值投资的理念呢？又如，基金经理标榜自己是成长投资，却在入手三个月后卖出，上市公司怎么可能三个月就已经成长到位呢？

社保基金选择合作的基金管理人要有自己的理念，更要有和自己的理念匹配的操作方法。“说一套、做一套”不仅是理念和方法的混乱，更是缺少诚信的体现。因此，一个理性的、规范的、有理念的委

托投资人，对基金业而言不仅是合作者，也是践行职业操守的督促者。

## 期待更加稳定的基金行业

我经常感慨，是时代造就了社保基金委托人和公募基金管理人之间真诚合作的默契关系，让这种相对更稳定、更着眼于长期的专业化投资方式在过去十余年躁动的A股市场中也有了一席之地，并得到市场的肯定。

社保基金委托人和公募基金管理人十几年的伙伴关系，是一种单纯、专业和信任的关系。只要组合经理在没有任何违规的情况下，按照自己的理念把业绩做好，就不用担心和花精力去做其他与投资无关的事情。

从上游机构投资者角度而言，我们非常期待外部管理人团队稳定，非常期待组合经理的人员稳定。要找到持续稳定的好投资经理、好团队、好公司，其实并不太容易，这也是困扰中国基金业20年发展的一个很大的问题。

我们希望优秀的公司能够成为百年老店，而不是高管团队、治理结构和基金经理频繁更迭。因为我们都知道，基金经理的理念因人而异，高管团队的管理理念、公司的文化也会随着核心人员的变化而变化，频繁的变化不仅对公司，也会对委托投资人和行业的健康发展构成伤害。

对中国基金业来说，我们需要一个更合理稳定的公司治理结构，以保证中国基金业能够成长为基业长青的投资管理机构。

值得庆幸的是，新《基金法》的推出给基金管理人在治理结构上留出了创新和突破的空间，使中国基金行业可以不断涌现优秀基金管理人，并且可以将优秀理念发扬光大，从而创建“百年老店”，这不仅是公司自身之幸，也是社保基金等委托投资人的幸运，长期看更是中国基金业乃至中国资本市场的幸运。

最后，预祝中国基金业下一个20年，更加值得期待！

# 序五　未来，你好！

中国证券投资基金业协会监事长、浙商基金董事长 肖风

站在纪念中国基金业20周年的当口，回望激情燃烧的岁月，历数筚路蓝缕的探索，收获满满当当的成绩，作为全程参与其中的从业者之一，确实有生逢其时、与有荣焉的满怀感慨！

《基金》一书全面、真实地记录了中国基金业20年的发展，以及基金从业人员20年的努力、基金投资者20年的陪伴……

《基金》对过去20年中国基金业成绩的肯定，并不只是基金行业内部人士的总结。2017年年底由中国人民银行主持起草的“资管新规”，其核心逻辑就是要求“泛资管行业”向基金业看齐。这是从国家政策法规层面对中国基金业过去20年成绩的最高肯定！

然而，作为基金行业的业内人士，在总结我们过去20年“做对了什么”的同时，我们也要看到，我们做得远不是那么完美，远不是那么无可挑剔。不仅有起伏，有跌宕，有力所不逮，有认知错误之处；还有一些遗憾，一些未及完成之事。

大家都了解，中国基金业在拼命吸取全球经验，努力追赶全球行业先进的同时，在短短20年的光辉岁月里，也向全球基金行业贡献了源自中国的创新，余额宝就是这样一个案例。余额宝之所以能创生，首先因为它基于支付宝钱包。可以说没有支付宝，就不可能有余额宝。而支付宝又是基于互联网账户体系而生的，没有互联网账户体系，也就不会有支付宝钱包。

互联网账户体系是诞生在互联网上、独立于银行账户体系的崭新的账户体系。没有互联网账户体系，不仅中国基金业不可能创生余额宝，中国的移动支付也不可能成为中国的“新四大发明”之一，甚至所有的互联网生活服务平台的商业模式也都不可能成立。延伸一步的话题是：如果没有互联网账户体系，全球前20大互联网公司，就不会只由中美来分享了。

这一切创新，其核心就是在中国发生的“账户革命”！大部分颠覆性的金融创新，都是基于“账户革命”。不基于“账户”的创新，只会带来传统业务的边际效应的改善，不会带来颠覆性的创新。那些像GE一样的“百年老店”，之所以落后于时代，不是它们的管理者尸位素餐，而是他们的所谓创新，都不是针对底层技术架构的创新。而金融业的底层技术架构就是“账户体系”。可以说，中国金融科技的起源，就是以支付宝、微信支付为代表的互联网账户革命。

美国基金业的发展，也得益于美国养老金账户体系的革命。16万亿美元的美国共同基金资产，大部分投资资金来自美国IRA和401K这两大养老金账户体系。美国的养老金账户和投资基金账户，共同构成了美国公民除银行储蓄账户体系之外的投资账户体系。基于这个配套的投资账户体系，美国建立了具有全球竞争力的以资本市场为核心的金融体系。

站在中国基金业未来20年的新出发点，如果说行业发展有什么遗憾，从业者对未来有什么期待，我要说：虽然我们要做、可以做的事情还有很多，但最核心、最希望、最愿意去推动完成的，是中国的居民投资账户体系的建立和完善。可以毫不夸张地说，中国基金业未来的发展壮大，取决于中国养老金账户体系的完善和充实。如何完善和充实中国养老金账户呢？一是要逐步做实个人账户；二是要给予个人投资选择权；三是在规范的基础上把税收递延的优惠给到个人账户。

在这个账户的基础上，充分发挥各种持牌资产管理机构的市场化能力，为投资者提供最好的资产配置和投资管理服务。

居民投资账户体系的建立，并不只是惠及基金行业的事情。它对于变储蓄为投资，补充社会资本，补充长期资金，发展资本市场，支持企业创新，促进普惠金融，完善从VC、PE到共同基金的投资基金体系，都起到不可或缺的基础性作用。

基于投资账户革命的中国基金业的未来20年，是更值得期待的20年！

未来，你好！

# 第一章 星星之火（1991—1997年）

晓雾初开，皓皓旭日方升。……江声浩荡，自屋后上升。

——《约翰·克利斯朵夫》

1991年的中国，站在一个巨大的十字路口。

新旧体制转换中回避不了的问题，转轨中暴露出来的弊端，一时间成为一些人检验改革得失的砝码。

中国经济在“姓社姓资”的争论中徘徊，又经历了严重的通货膨胀，1990年的GDP增速下降到了3.9%。

对中国股市来说，1990年年底，上海和深圳两地证券交易所分别正式开业和试营业，新生的证券市场渴望成长，却又忧心于晦明不定的前景。

这一切，在改革开放总设计师邓小平1992年年初视察南方讲话之后，得到了彻底扭转。当中国改革的罗盘终于指向社会主义市场经济这一目标之后，蓦然回首，那一年就是中国这艘巨轮驶向理想彼岸的一座里程碑。

歌曲《春天的故事》也在1992年应运而生，在此后的岁月里，久久被人们传唱。词作家用诗一般的语言，写出了人们对改革开放的拥护和对小平同志的崇敬，虽是一首歌曲，却仿佛有着史诗般的气势：

1992年，

又是一个春天。

有一位老人在中国的南海边写下诗篇，

天地间荡起滚滚春潮，

征途上扬起浩浩风帆。

更多人开始行动起来，证券市场敏锐地捕捉到社会的动向，投资基金这一舶来品也迅速在内地破土扎根，迎来一段野蛮生长的萌芽期。

按照成立时间来算，中国内地第一只投资基金是1991年8月发行的珠信基金，第一家基金公司是1992年10月成立的深圳投资基金公司，但它们不是由中国人民银行总行批准的产品和机构。

这就是那个年代的背景，与中国资本市场初期的不成熟相伴相生，投资基金在最初绽放的生命力中，夹杂着略显无序的原生态之势。

市场的一端，是各地压抑不住的设立基金的热情；而在另一端，却缺少统一的监管框架，中国人民银行各地分行、地方政府都在扮演审批人的角色。这就让基金这个舶来品，如同没有被套上辔头的野马，恣意奔腾。

1992年，投资基金迎来了发行黄金年，当年成立的基金多达57只，而在1997年《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）公布前，全国共有基金75只，1992年一年就发行了此后全部基金数的七成多。但在全部75只基金中，经过中国人民银行总行批准的仅有4只，有68只由各地分行批准，地方政府批准的有3只。

除了老基金，我国还有基金类证券（包括受益券、组合凭证等）47只，其中40只就是在1992年发行的。

基金市场充满了活力，然而，缺少法制的市场，将是混乱的市场。

发行、审批各行其是，多头管理；基金投向少有节制，房地产和实业成为重配对象；托管不规范。在没有法规约束的基金市场中，弥漫着海妖塞壬勾魂摄魄的歌声，诱惑着人们脆弱的灵魂。

1992年10月，国务院证券委员会和中国证监会同时成立，国务院证券委员会主任由国务院时任副总理朱镕基亲自兼任，刘鸿儒任证监会首任主席，证券市场迎来了统一监管的过渡期。

基金管理办法的起草开始提上日程，基金业的监管体系也在条文中渐渐形成，到1997年11月《暂行办法》正式发布，证券投资基金行业的监管权正式转移到证监会手中。

人们习惯将《暂行办法》颁布前的基金称为“老基金”，而把相关法规出台后的基金称为“新基金”。

历史，由此翻开了新的篇章。

# 第一节 1991—1992年 破土而出

## 淄博基金拔得头筹

1992年11月11日下午，北京，钓鱼台国宾馆芳菲苑，一场隆重的仪式正在举行，山东省淄博市政府和中国农村发展信托投资公司联合举办签字仪式，正式宣告淄博乡镇企业投资基金管理公司获准成立。

而就在7天前，淄博基金刚刚获得了中国人民银行总行的批复，成为国内第一家由中国人民银行总行正式批准成立的投资基金公司，也是第一只由中国人民银行总行批准设立的公司型封闭式投资基金。

在11月11日隆重宣布之后，淄博方面马不停蹄。同年12月1日，淄博乡镇企业投资基金管理公司就在淄博市工商行政管理局正式注册登记，发起人共5家，分别为中国农村发展信托投资公司、淄博市信托投资公司、交通银行淄博支行、山东证券公司、工商银行山东信托投资股份公司。

淄博基金的宗旨就是以新的融资方式支持淄博市乡镇企业的发展，配合国务院批准的淄博乡镇企业股份合作制试验，并为基金投资者谋求最大的投资效益。

因而，它的章程规定，不低于60%的资金将投向淄博地区乡镇企业，其余部分投资于国家债券、金融债券、企业债券和上市公司股票。

12月15日，淄博乡镇企业基金首期基金券开始发售。首期额度1亿元，每份面值1元，发行价格1.03元。这其中，发起人认购2700万元（份），法人认购17万元（份），社会公众认购7283万元（份）。

一石激起千层浪。

据媒体报道，当时基金券的发行遭到疯抢。“淄博基金刚发行的时候是1.03元，在淄博市柜台交易很红火，想买还得找关系，后来翻了十几倍。”现年71岁的淄博南定镇田家村原支书张锡友回忆起来仍很激动。

当时的淄博经济也呈现一派“大干快上”的氛围，大家纷纷开办陶瓷工厂。“那时候每年都考核，从区里到市里，政府鼓励上项目，每年必须发展几个，当时我们是领头的，土地政策也宽松，拿地手续很好办。”张锡友说，政府鼓励发展陶瓷产业的时候，都是先上项目再补办手续。

田家村此后整合成立了天佳集团，也进入淄博基金的投资名单，前后共获得近3000万元的投资。

山东《大众日报》的报道将淄博基金称为经济的“发面引子”。基金运作期间，累计为淄博地区80多家乡镇企业投入1.6亿元，极大地带动了当地乡镇企业的发展。

《创业家》杂志刊载了淄博基金服务中心原主任王道云的一篇回忆文章。文章称，由于淄博基金规定不低于60%的资金必须投资于乡镇企业，大家还担心资金用不完。

做了初步筛选后，淄博基金确定了首批拟投资的5家企业，共投资近2000万元。有了这5家的示范效应，后来的企业都很积极。发展前期

的5家差不多花费了半年时间，之后从5家增长到50家，只花了半年时间。

淄博基金在中国人民银行总行审批中拔得头筹，这是淄博地区掀起的经济改革浪潮中涌出的一朵浪花，具有历史的必然性和偶然性。

在20世纪80年代初实行家庭联产承包责任制后，农村面临如何确保集体资产的保值、增值，如何处理集体积累和个人利益的关系，如何发展乡镇企业等一系列问题。

1984年，淄博市周村区长行村制定了《长行村股份合作社章程》，通过“集体积累、按劳折股、企业自留积累参与扩股、职工个人投资入股按股分红”的办法，开创了一种将股份制列入合作制的新型企业组织形式——股份合作制。

1988年4月，国务院正式下发《关于山东省建立农村改革试验区请示的批复》，国务院农村改革试验区办公室批准淄博市周村区为全国性试验区。改革试验的主要内容是推进股份制改革，推进股票流通。

王道云回忆说，当时股份制还是个新鲜的话题，乡镇企业对此也不感兴趣。

时任北京大学经济管理系主任、经济学教授厉以宁特意动员50多名学生深入试验区各大公司实习考察，给企业讲解股份制改革的意义。

彼时在国家经济体制改革委员会任职的李青原，同样参与促成了淄博基金的诞生。巧的是，他们去海外考察基金业的经费，是由对外贸易经济委员会下属的中国国际经济技术交流中心管理的一笔联合国资金提供的。

而该中心主管是一位名叫孙杰的年轻人，当时的他怎么也不会想到，10年后，他会被任命为中国证监会基金监管部主任，成为这个行业的监管者；2012年又出任中国证券投资基金业协会第一任会长。历史就是如此奇妙，在无形中捻拨着芸芸众生的人生轨迹。

淄博基金成立之后，厉以宁、李青原均出任基金公司专家董事，包括他们在内的专家董事团阵容堪称豪华。根据淄博基金上市公告书，淄博基金董事会共有9名董事，5家发起人单位各出一名，另有4位专家董事。除厉以宁外，时任国家经济体制改革委员会宏观经济司副司长的李青原，时任中国人民银行金融研究所副所长的夏斌，时任清华大学国际贸易与金融学系主任赵家和都赫然在列。

山东省中部的一个小城，由此在中国基金历史上留下了浓抹重彩的一笔。但是，淄博的热潮并不是孤例。

## 投资基金元年

就在淄博基金紧锣密鼓筹备开张之际，北至沈阳，南到海南，在中国这片改革热土上，各地涌动着一股股创设基金的热情。事实上，按发行时间来排序，中国第一只投资基金诞生于珠海。

1991年8月，经中国人民银行珠海分行批准，珠海国际信托投资公司发起设立珠信基金，规模达6930万元。

自珠信基金设立以后，投资基金开始如雨后春笋般，在全国各地破土而出。

1991年10月4日，武汉证券以“证券投资协议单”的形式向城乡居民发行第一期1000万元武汉证券投资基金，武汉基金的收益分配采取保

息分红的办法，保息率为当年一年定期存款利率7.56%，实际分红率按当年经营水平确定。注

同年10月，由南方证券、交通银行深圳分行发起，深圳南山区政府批准设立深圳南山风险投资基金。基金章程一开始就明确指出，该基金的宗旨是充分发挥社会各阶层、各行业建设南山的积极性，利用社会资源推动南山区经济和高科技事业的发展。

在集资试运行阶段（1991年10月至12月），南山区政府投入200万元作为启动资金，并吸收南山区一些企业职工个人资金投入该区的高科技企业，将部分资金投入股市。

回过头看，南山基金属于典型的边试行、边摸索、边规范的代表，在试运行阶段后，即发行了第一期受益凭证（1991年至1992年8月），将募资范围扩大至全区。

从1992年9月开始，南山基金发行第二期受益凭证，并且根据深圳市在1992年6月颁布的《深圳市投资信托基金管理暂行规定》，对运作进行了规范化，并注册为独立法人，到1995年初，已发展成具有1.1亿资金管理规模的基金单位。

这是中国首批破土而出的投资基金，从它们的投向就可以看出，当时的基金其实就是产业基金和证券投资基金的混合体，既投资于实业，包括企业股权和房地产，同时又投资于二级市场股票。这种现在看来奇特的模式，其实反映的是当年实体经济界对资金的渴求。

投资基金的兴起并不是偶然事件，它和中国经济的崛起相伴而生。

1978年，十一届三中全会公报犹如一声惊雷，中国的大门开始向世界打开，从此开启了长达40年的经济高速增长。

一大批企业纷纷兴起。缺技术，缺资本，在银行资金无法满足企业生产发展所需的情况下，一些企业开始转向内部集资，而这种融资方式的灰色特点使它们不能以公开方式进行，因而欠缺流动性和安全性。更有以高利率为诱饵来吸引社会资金而受到惩处的案例，如广为人知的长城机电案，非法集资高达13.7亿元的沈太福因此被判死刑。

如何高效、合法地为经济建设募集资金，这成为摆在各地政府、金融管理机构面前的一道思考题。在此背景下，可以公开发行、募集社会资金的投资基金模式进入了国人的视野。

中国人民银行海南省分行于1992年1月1日发布的《海南投资基金管理暂行办法》，是较早的地方性基金管理法规，开宗明义规定，为了广泛筹集资金，加速海南房地产建设，活跃海南证券市场，而制定本办法。

虽然早在1987年，中国银行与中国国际信托公司在香港的分支机构就与当地基金公司合作设立基金，首创中国投资基金业务之先河，此后陆续也有机构发行中国概念基金，但这都仅限于在海外发行。一直到20世纪90年代初，国内的投资基金才真正试探性地迈出了第一步。

随着经济增长，我国居民个人收入增长也很快。截至1991年年末，我国城乡居民储蓄存款已达9110亿元，金融资产则高达1.3万亿元。不要小看这两个数字，要知道1991年我国GDP才2.2万亿元，储蓄占GDP比重已高达41.4%。这么大体量的储蓄自然有着保值和增值的本能诉求。

两股力量的交汇，激荡出孕育投资基金的土壤和促使其生根发芽的空间。一切就像刚醒来的样子，资本慢慢张开了沉睡已久的双眼。

# 基金“92派”

从1992年开始，国内投资基金进入了黄金发展期，或者用几年之后诸多观察者的说法，“开始一哄而上，大干快上”。

1992年3月，中国农村发展信托投资公司北京证券业务部发行基金2000万元，由于投资者超额认购，后经批准增发到8000万元的规模。

1992年4月1日，农业银行沈阳信托投资公司发行受益券3000万元，工商银行沈阳北方证券公司、交通银行沈阳证券公司紧随其后，分别在4月20日和5月20日发行富民、通发等基金。紧接着，兴沈、公众和万利等基金也陆续发行，这6只基金共募资2.5亿元。当年10月30日，这6只基金全部在沈阳证券交易中心挂牌上市。

大连市于1992年五六月间发行利民、大信、农信和建信四种基金证券，共募资1.6亿元，并且于1992年10月27日在大连证券交易中心开业之日上市。

数据统计显示，从1991年起步到1998年开始规范整顿期间，1992年正是发行基金最多的一年，全年共批准成立基金57只。

湖南、广东、浙江、东北三省，全国上下都在掀起一股发行投资基金的热潮。

由北至南，整片中华大地上涌动着一股上升期的躁动。特别是在1992年年初邓小平视察南方讲话之后，全社会的思想开始在经济上形成一股合力。

1992年1月，冬末春初，改革开放总设计师邓小平同志坐上专列，离京南下视察，每到一地，他都与当地领导同志深入谈话。当时国内针对改革的诸多争论、质疑声不断，新旧体制转换中回避不了的问

题，转轨中暴露出来的弊端，一时间成了一些人检验改革得失的砝码。

邓小平同志以他独有的睿智和眼光，一锤定音：

“发展才是硬道理。”

“能快就不要慢。”

“中国要警惕‘右’，但主要是防止‘左’。”

“不坚持社会主义，不改革开放，不发展经济，不改善人民生活，只能是死路一条。”

“计划和市场，不是社会主义和资本主义的区别标准。真正的标准，是‘三个有利于’。”

“改革开放胆子要大一些，敢于试验，不能像小脚女人一样。看准了的，就大胆地试，大胆地闯。”

一路上邓小平同志的讲话具有超乎寻常的震撼力和感召力。

3月26日，《深圳特区报》发表了长篇报道《东方风来满眼春——邓小平同志在深圳纪实》，一时间，全国媒体纷纷转载，由南至北，舆论与民意共振，中国这艘大船的航向开始被拨正，“姓社姓资”的争论逐渐平息下来。

改革开放的势头再不可阻挡。

视察南方讲话的强大感召力，还使得一大批政府机构、科研院所的党政干部纷纷辞职下海，一头扎进瞬息万变的商海洪流中，这其中就有陈东升、田源、毛振华、冯仑、王功权、潘石屹等，市场送他们一个名号——“92派”。

在那个火热的年代，同样有来自各行各业的人才，或主动，或懵懂，有意无意闯进了基金这片新天地。

1992年11月，一名即将从北京大学法律系毕业的女生，跨入位于保利大厦的证监会法律部办公室，她也未曾料到，几年后因缘际会参与起草《基金法》，她的人生从此与基金行业紧紧交织在了一起。20多年后，金旭回忆起青春火热的20世纪90年代，仍然为能亲自参与行业顶层设计、见证行业砥砺奋进20年而激动不已。

中国银行托管部第一任总经理陈儒，在念完MBA（工商管理硕士）后，跟随深圳证券交易所创始人之一王健来到深圳，筹建深圳证券交易所。1992年的他尚在深圳证券交易所工作，奉命开始筹建深圳投资基金公司。

这家公司来头可不小，由农业银行深圳信托投资公司、中国银行深圳国际信托投资公司、交通银行深圳分行、招商银行和平安保险等5家实力股东联手发起，可以说是中国最早的银行系基金公司。

1992年10月8日，深圳市人民政府发文批准设立深圳投资基金公司。从成立时间看，这是中国第一家基金管理公司，比淄博基金还要早一个月。

不到30岁的陈儒，就此出任深圳投资基金公司的第一任总经理，并在随后发行了规模创纪录的天骥基金，共募集资金5.8亿元，成为当时国内规模最大的一只基金。

作为当时国内最大规模的基金公司，深圳投资基金公司还额外承担了对外展示中国金融业形象的重任。每当有外国嘉宾到访中国，要考察国内的基金公司时，经常会被带到深圳投资基金公司参观。

在成立几年之后，深圳投资基金公司倡导发起并召开了中国投资基金业国际研讨会，成立了中国金融学会投资基金研究会，在当时业界还认为基金只是一种产品时，这些从业者已经有了朦胧的行业概念。

基金研究会会长由时任中国人民银行深圳特区分行行长王喜义担任，位列副会长的有陈儒，有如今仍在业界活跃的王巍（那时候他是南方证券副总裁），还有时任湖北证券总经理的陈浩武以及万国证券的腾伟。这可能是中国基金业第一个行业性研究交流组织。

而更多日后在基金业历史画卷上留下深刻印记的人，当时还都各自前进在道路上。

现任中国证券投资基金业协会党委书记、会长的洪磊，那时任职于北京市委办公厅，正忙于总结日后成为全国体制改革样板的北京一轻体制改革经验。现任全国政协委员的交银施罗德基金副总经理谢卫，也要到1993年调入中国电力信托公司，负责筹建中国电力基金时，才真正开始他的基金人生。富国基金原董事长陈敏，即将从外经贸系统调入万国证券，从此真正接触基金行业。

基金业发展20年中涌现出来的明星基金经理，如王国卫、归江、陈戈、陈光明、尚志民、赵军、张晖、邱国鹭等，基本都还在校园里磨炼。被誉为“基金一哥”的王亚伟，此时也尚在清华园中苦读，间或在课余时间买一份《中国证券报》，研究一番证券市场，一直到1994年之后，他才真正涉足股票市场。年纪稍长一些的星石投资董事长江晖，则在1993年毅然投身于这股历史洪流，从国家统计局岗位转投中期期货，开始了他的投资人生。还在校园里的邱国鹭，早早试水股市，组织同学通宵排队购买股票认购证，积累他的投资经验。

---

1. 深圳蓝天基金管理公司：《投资基金——大众理想的理财工具》，上海科学技术出版社，1997，第38页。

## 第二节 1993—1994年 刹车降温

1993年上半年，国内基金发行热继续升温，做事素来谨慎的上海人，此时开始奋起直追，从中国人民银行拿到了建业基金、金龙基金、宝鼎基金三只基金的发行批复。

要交代的一个背景是，1993年上半年，中国人民银行上海分行发布了《上海市人民币证券投资信托基金暂行管理办法》，对基金的设立、募集、托管、运作、净值计算、受益人大会等都做了初步的规范。当时，各地都自行颁布了各类基金管理办法，但大多针对基金上市的交易层面，而且条款简单，整体薄弱。而上海这部法规的涵盖范围、法规条文的深度和广度都称得上是顶尖水平。它甚至对开放式基金提出了粗略的要求，比如它已经规定，基金可以以封闭式和开放式两种方式设立；开放式基金的基金管理人必须于每日营业终了时，计算基金每一单位份额的资产净值，并以适当方式公布。但它同时又规定，基金管理人运用募集的基金投资于未上市证券的市价总额，不得超过该基金资产净值的30%。这又体现出20世纪90年代的时代特色，换句话说，这是在法规层面对当时基金投资实业的资产配置做出了认可。

### 发给教师的基金

宝鼎基金、金龙基金和建业基金在拿到中国人民银行上海市分行《关于同意发行建业基金、金龙基金、宝鼎基金的批复》（沪银金管〔1993〕5389号）后，于1993年9月初开始向上海市普教系统发行。三只基金各自划分了相关区县为发行对象。比如，金龙基金面向浦东新

区、虹口区、闵行区、卢湾区、金山区、松江区普教系统的教师及教师奖励基金会发售；宝鼎基金面向黄浦区、长宁区、普陀区等区发售；建业基金则面向闸北区、静安区、徐汇区等区发售。因此，在上海，这三只基金又被称为教师基金。某种程度上，这也被当成教师的一种福利，一人1000元的额度，想多买还买不了。

话说回来，1993年的1000元也不是一个小数目，特别是对于薪资水平一直不高的教育系统而言。

“那就是要大家拿出相当于两个多月的工资去认购，还是比较难的。”2010年《南京日报》刊登了一篇“资本市场20周年”征文活动来稿，一位参与认购了建业基金的投资者这样回忆道，“在1993年，对于基金是什么，说句老实话，95%以上的老师是不懂的。为此，我们还开了家庭会议，讨论要不要买。我爱人极力反对：‘什么基金？就是旧社会的股票。《子夜》里那个老板就是因为股票跳楼的。’但我儿子却说：‘改革开放是我们国家未来发展的方向。我相信国家政策能够保证我国的经济发展，股市也是能够快速发展成长的。’就这样我决定购买了。买了建业基金以后，一直没有上市，也没有分红，而且也没有像现在这样，每个星期公布基金的净值。特别是随着股市的下跌，更让我们这些老师揪心。有的老师就以低于面值的价格转让给其他老师。但我一直没有抛售。”

这位投资者这样写道：“因为自从买了基金以后，我通过看书、看报，逐渐了解了资本市场。我对其他老师说，中国证券市场现在刚刚开始，就像我们养儿女一样，随着它慢慢成长、壮大，它一定能够给我们带来惊喜和回报。1996年11月，关了三年的建业基金终于上市了，当我抛出去的时候，很快赚了4000多元，我欣喜万分，从此，我走上了投资之路。”

建业基金、金龙基金、宝鼎基金这三只基金均于1996年11月29日在上海证券交易所挂牌上市交易。

建业基金的发起人是建设银行原上海信托投资公司。金龙基金的发起人是上海国际信托投资公司，也是此后华安基金的发起股东；华安基金第一任总经理韩方河，之前就在上海国际信托投资公司担任过证券总部副总经理以及证券投资信托部总经理。

宝鼎基金的发起人则是大名鼎鼎的万国证券。1992年，万国证券基金管理总部初创不久，招兵买马，来了很多年轻人。24岁的邵杰军也是其中一员，后来他成为华安基金筹备团队主力成员，并曾担任国联安基金总经理，当时研究生还未毕业就已到万国证券实习，一头扎进了基金管理总部。

万国证券对基金业务有着野心勃勃的计划。

《证券市场导报》1995年3月的报道称，时任万国证券基金管理总部总经理滕伟向记者介绍，从海外经验看，基金业必将是一个与证券、保险、银行等并驾齐驱的金融行业。在这种认识下，万国证券对于基金管理有着不加掩饰的野心，在只发了一亿元基金的情况下，已经制订了争取在20世纪末管理100亿元资产的计划。

现在看来，当年万国证券的视野确实开阔，敢想敢干，只是“出师未捷身先死”。当时听起来令人咂舌的100亿元的目标，规范后的基金业只用不到一年时间就实现了。

1996年宝鼎基金挂牌上市前，万国证券已经和申银证券合并，新组成的申万基金管理总部有21名员工，下辖证券投资部、商品期货部、直接投资部、研究发展部、财务部5个部门。整个团队朝气蓬勃，除了基金管理总部总经理黄亚清年龄在45岁以外，其余高级管理人员年龄均在30岁以下，邵杰军这时已成为研究发展部经理，名列基金高级管理人员名单。

这是基金行业从无到有、从小到大伴随而来的一个特点，从业人员以年轻人居多，自然打上了敢闯敢干、不怕失败的烙印，野蛮生长中的中国投资基金业，体内蕴含着按捺不住的生命力。

邵杰军回忆说，当时发行基金是纯靠人工收钱记账，工作量巨大，可以想想，分布在上海这么多学校的老师，每人买1000元，每只基金发行1亿份，除了发起人和部分教育基金会持有近千万份以外，其余都为个人投资者，一只基金就能有几万名持有人。

那时候虽然也有托管行，但因为刚刚起步，托管行缺人手，收钱都由邵杰军他们负责。区教育局、市教育局把学校财务人员组织起来，把账目汇总后交给公司。一个区里的学校数量也不少，幼儿园、小学、中学都有，要给所有人造名册。

随着这几只基金在交易所挂牌上市，在替投资人开设账号用来上市交易时，需要把账号、对应基金数量输入电脑提供给交易所。由于当时都需要人工输入，时间紧，任务重，万国证券不得不临时雇了些人手协助。可以想见，在那种状况下，说实话，有错漏是不可避免的。基金上市后，有个老师说要抛售，结果账户里没有基金，一个电话打过来，公司赶紧给他查原始记录，结果是怎么回事呢？在输入数据的时候，下面一行与上面一行输错了。

## 老基金也有春天

这一批基金上市后，都曾有过火爆的行情。根据谢卫在其博士论文中记录的，早期如淄博基金1993年8月上市，上市后最高冲到5元以上，而它当时的净值是多少呢？

根据淄博基金上市公告书披露，截至1993年5月31日，其单位净值尚只有1.03元；广东的5只基金，广东海鸥、广东广信、基金华信、广东广发、广证基金上市后都有100%以上的涨幅。在大连证券交易中心上市的工信基金，上市首周交易，价格最早就涨到了其面值的3.7倍，其余各种基金价位也涨到2元以上。

特别是在1995年，从8月开始，基金出现了一波大行情。市场一直抱有预期，宝鼎基金等三只教育基金即将上市以及基金管理办法即将出台的消息，刺激了沪深两地的基金价格大幅上涨。从1995年7月3日上证基金指数154.5的低点算起，到11月1日的449.17点，涨幅高达190.7%，远远跑赢当时的上证综指。

市场认为，这是我国大力发展投资基金的先兆，于是人气剧增、买盘活跃。谢卫分析当时的环境，这个题材从8月份开始，几乎月月都成为新闻热点，也正是因为其朦胧，正是因为其千呼万唤“不”出来，才给市场以充分的想象空间，使行情一涨再涨。

深圳蓝天基金公司在回顾这段历史时，注意到股评家也起到了推波助澜的作用。在基金炒作中，股评家挖掘出了“准金融概念”、“低市值概念”、“税收优惠概念”、“类股市盈率”等，并由市盈率及基金的中期业绩推导出基金的合理价格可上涨到七八元的结论。

站到现在的时点看，居然还有人用市盈率方法来对基金定价，实在是匪夷所思，但在20多年前的1995年，毫无违和感。

从8月开始，沪深两地基金价格一再突破历史高点。9月份，沪市12只上市基金的成交额就已经相当于沪市A股成交额的1/5。到了10月，更是创下了98.5亿元的月成交最高纪录，甚至在不少交易日，沪市12只基金的成交量就与沪市180只A股的成交量相当。

1995年全年，沪市基金的成交额高达305.67亿元，是1994年的2.61倍，深市基金成交额也高达204.52亿元，同样数倍于1994年的成交额。

如果从1995年7月3日上证基金指数154.5的低点算起，到11月1日的449.17点，涨幅高达190.7%，而同期上证指数从610点涨到723点，仅上涨了18.5%，远逊于基金的平均涨幅。

谢卫观察到，当时炒基金和炒股票套路是一样的，投资者不看净值只看盘子大小，所有基金中规模最大的是天骥基金，5.8亿元，也由此，天骥基金的二级市场价格难以有大波澜。1995年年初，其价格为1.25元，当年最高也只达到过1.42元。规模最小的是温州国投发起的温信基金，只有1000万元，基金平均规模为7000万~8000万元，盘子越小越容易被炒高。

沈阳农信、富民、兴沈、久盛四只规模在4000万元以下的基金被市场誉为“四小天鹅”、“四小龙”。二级市场价格从1995年初1.5元左右的开盘价起步，到11月，价格都已超过5元，高的如沈阳富民上涨到5.62元。

这一幕，在随后的年份里，在更大的舞台上，以更大的规模一再上演。三年后，在广东海鸥基金的炒作中，一名庄家就被抓了现形。

广东海鸥基金由珠海国际信托投资公司和珠海人寿保险股份有限公司发起设立，发行规模5000万元。1994年9月在南方证券交易中心上市，当时南方证券交易中心已与沪深交易所联网交易。这只基金在业绩上并无可圈可点之处，却在三年后，让潜伏在阴影中的庄家开始大白于天下。

根据中国证监会查明的事实，从1998年4月8日以来，西安航标咨询有限公司（下称“西安航标”）筹集了1.3亿元资金，利用179个个人

账户连续买入海鸥基金。

4月8日当天，开盘价1.83元，报收于当天的最高价2.00元，西安航标持仓量已达454万基金单位，约占海鸥基金总份额的10%。

随后发生的故事，即使今天看来依然惊心动魄。

4月10日，广东海鸥的成交量突然放大到151055手。也就是说，当日出现了高达33%的换手率。西安航标不断吃进广东海鸥，最多的时候，到6月4日已持有4346万个基金单位，占总份额的87%。

势不可当地拉高建仓果然使广东海鸥的价格一路飙升，据媒体报道到6月19日，出现了6.15元的天价，收盘价最高为5.99元，短短的40多个交易日，广东海鸥暴涨300%。

到了高位，西安航标开始出货，与此同时，西安航标利用所控制的账户进行对敲，即所谓价格相近、方向相反的交易，以制造成交活跃的假象。

7月21日，西安航标已经把手上的广东海鸥全部出干净，当天的最低价为2.62元。这一轮从建仓到出货三个月的时间，一把赚了约5000万元。

## 老基金的硬伤

投资基金业恣意生长，许多不规范的问题正是在这样的炒作中，不断累积，逐渐暴露。

1994年12月，时任中国人民银行非银行金融机构司证券管理处副处长欧阳卫民在写就的一段文字中，指出了彼时基金的几大弊端。

现任广东省副省长的欧阳卫民，在中国人民银行工作时，亲历过这样一段历史。1992年到1996年，欧阳卫民参与了中国基金业监管，在此期间他曾先后担任中国人民银行非银行金融机构司证券管理处副处长、处长，以及金融市场管理处处长。而投资基金正属于证券管理处的监管范围，他本人还是1997年正式颁布的《暂行办法》的原始起草人和主要起草人。注

欧阳卫民总结当时的投资基金不规范之处：有的基金信息披露不足，甚至有误导作用；有的随意扩募，送配基金单位，掩盖投资风险；有的基金运作几年，管理人和信托人合二为一。

对于老基金乱象，证券主管部门一样有着清醒认识。1994年10月19日的《证券市场周刊》报道称，国务院证券委有关领导指出，目前我国基金业存在四方面问题：一是设立基金的随意性强，二是缺少合格的管理人才，三是基金管理不规范，四是基金参与者缺乏对市场的足够认识。

而在中国人民银行对1994年度55只基金的财务报告统计中，更详细地列明了这批基金普遍存在的问题。

第一，基金的股票投资比例较低，除了天骥、金穗等基金外，大多数基金的股票投资比例不到20%，最低的甚至一分钱都没投。

第二，大多数基金涉足债券市场投资，最高的达64.4%（比如久盛基金），这说明基金投资较为保守、稳重。但也让人怀疑，这不是真正的债券投资，至少不是债券现货投资，而是投资于债券衍生工具，因为债券现货无法兼顾高利率和高流动性两方面。

第三，少数基金投资股权。在我国，投资股权主要是指投资未上市股票，包括定向募集的法人股。这部分投资流动性较差，且收益不

高，因此，有的基金拿60%资产投资于股权，而又维持较高的回报率，这恐怕不是真正的股权投资。

第四，许多基金大量投资实业，全国有一半基金投资了实业，其中沈阳农信、大连农信、沈阳公众三只基金100%的资金投资于实业，有18只基金50%以上的资金投资于实业。从这点看，我国的基金更像是实业投资基金，而不是证券投资基金。

第五，有一半以上的基金存在“其他投资”，最高的达90%（大连利民），超过40%的有16只。而所谓的“其他投资”，其实就是协议贷款、拆借之类。

要想理解基金业的诞生、壮大，到发行刹车、清理规范、真正迎来大发展，还需要将行业的起伏置于监管体制变迁的视角之下，而要追溯监管体制的变迁，就要回到法律法规框架的搭建。

中国人民银行是中国基金业诞生初期的基金主管部门之一。

1992年，国务院成立证券管理委员会和中国证监会，并对证券管理体制进行了调整。当年12月，国务院发布《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》，规定中国人民银行负责审批和归口管理证券机构，审批投资基金证券和金融机构债券（包括信托受益债券）。

中国人民银行认为，在这波基金发行热中，各地越权审批情况严重，为此中国人民银行曾多次下发通知，重申未经中国人民银行总行批准，任何部门不得越权审批投资基金和信托受益债券。

1993年5月，中国人民银行下发了《关于立即制止不规范发行投资基金和信托受益债券做法的紧急通知》。规定为加强统一管理，今后投资基金证券和信托受益债券的发行和上市、投资基金管理公司的设立，以及中国的金融机构在境外设立投资基金和投资基金管理公司，

一律由中国人民银行省（市）一级分行审查，报中国人民银行总行批准。未经中国人民银行总行批准，任何部门不得越权审批。

对1993年4月前未经中国人民银行总行批准，擅自发行和上市的投资基金证券、信托受益债券，及擅自设立的投资基金管理公司，要进行一次全面清查。各分行须在6月底前，将清查结果与规范意见报总行。今后如再发生擅自审批的，将按国务院关于制止乱集资和扰乱金融秩序的有关规定进行严肃处理。

这份通知用词严厉、要求明确，基本控制住了在这之后越权审批基金的势头。这从1993年当年成立的基金数可以看出：全年共成立10只，比起火热的1992年大幅下降了82%。

但各地要求开办基金业务的压力仍然很大，个别地区依旧批准了一些基金发行和上市。

这一轮各地积极开设基金的热情，显然和此时的经济形势密切相关。

## 踩下刹车 防范过热

自从1978年实行改革开放政策以来，中国经济呈现飞速发展态势，国民生产总值从1980年的4470亿元增加到1991年的近2万亿元，增长了338%，年均增长率为9%。

到了20世纪90年代初，市场普遍认为中国正从1988—1990年的经济收缩期走出。1992年，以十四大的召开和社会主义市场经济体制的确立为转折点，中国经济开始进入新一轮迅猛扩张阶段。

事后可以看出，中国经济从1992年开始进入了过热区间。1992年的GDP增速达14.2%，1993年GDP增速继续保持13.9%高位。

同样在1992年，中央对经济可能过热已有所警惕。

根据《李鹏经济日记》记载，1992年5月，时任国务院总理李鹏主持总理办公会议，对1月到4月经济活动进行分析。他的结论是：经济已出现一些过热迹象。

支撑他的结论的是如下几组数据："物价上涨，4月为6%，个别大中城市物价上涨已达两位数以上。国内生产总值增速达11%，工业达18.3%，重工高于轻工，投资增长达38%。产成品积压有所抬头，货币回笼减少"。

1993年1月1日上午，中共中央在全国政协礼堂召开庆祝新年茶话会，江泽民总书记发表讲话，提出对经济发展必须加强宏观调控。同日出版的《人民日报》元旦社论也提及从严控制经济总量，加强宏观调控。

上午开完茶话会，下午江泽民、李鹏就直接请来了当时的北京市市长、天津的聂璧初、山西的王茂林、河北的邢崇智、福建的陈光毅座谈金融形势。

江泽民再次提出，经济已过热，要刹车。李鹏强调要控制总量，不要乱上基建项目。

1993年7月5日，金融工作会议在北京召开。时任国务院副总理兼中国人民银行行长朱镕基主持会议并做了重要讲话。这次会议的重点就是要进一步部署整顿金融秩序、严肃金融纪律、推进金融改革、强化宏观调控的政策措施。

在全国经济需要降温、金融业需要进行整顿的基调下，在中国人民银行三令五申不得乱审批的要求下，投资基金发行的步伐终于开始放缓。1993年全年只发行了10只基金。

1994年3月26日，中国人民银行又下发了《关于投资基金有关问题的通知》，重申“中国人民银行是投资基金（含基金类证券）的审批、管理机关。申请设立和发行投资基金，成立基金管理机构一律报经总行批准”。并规定，“今年不再审批设立和发行新的投资基金，过去经总行批准的投资基金，今年不再增加发行规模”。

要求“各分行应切实做好投资基金监督管理工作，对各地未经总行批准设立的投资基金，做好调查摸底，待总行投资基金管理办法下发后，依法进行清理规范，并报总行核准”。“如有违反，将追究分行经办人员和主要负责人的责任”。

中国人民银行相继出台规定，老基金的不规范问题逐渐暴露，基金的发行热情已降至冰点。1994年只发行了6只基金，1995年起至1997年再无基金获批发行。上至管理部门，下至从业者，都已经认识到，需要有一部全国统一的投资基金管理办法，对存在的这些问题进行规范、监管。由此，全国性基金法规的出台就成了业界一致的企盼。

---

1. 欧阳卫民：《中外基金市场与管理法规》，法律出版社，2002，第2页。

## 第三节 1995—1997年 等待涅槃

基金有着旺盛的生命力，然而，缺少法制的市场将是一个混乱的市场。

根据中国人民银行的一份统计数据，截至1995年7月，全国共有基金75只。其中，经中国人民银行总行批准的仅有4只，分行批准的有68只，地方政府批准的有3只。批准发行总规模为58.22亿元，实际募集57.07亿元。

成立基金最多的年份就是1992年，当年批准成立的基金达57只，占全部基金的76%，1993年发行10只，1994年发行6只。事实上，1995—1997年，再无基金获批发行。

从基金类型看，72只基金为封闭式契约型，只有淄博基金、南山基金、半岛基金三只基金为封闭式公司型。

而封闭式基金的存续期也各不相同，最短的为2年，最长的为20年，还有21只基金没有设定期限。

此外，我国还有基金类证券（包括受益券、组合凭证等）47只，除广州开信投资券外，其余都由中国人民银行分行批准，批准发行规模16.96亿，实际募集15.33亿。

有40只基金类证券是1992年批准发行的。1993年发行2只，1994年发行5只。

从这些数据可以看出，当年的基金市场政出多门，中国人民银行总行可以批，中国人民银行各地分行可以批，地方政府也能批。

从形式上看，这些基金也多有瑕疵，封闭式基金居然不设定期限，中国人民银行的统计还特别点出了有的基金托管人和管理人合二为一，托管人就在管理人下属的另一个部门。

对这一点，许多当年的基金从业人员都深有感触。现在的托管制度专业而严格，管理人不可能直接接触募集的资金，当年的托管漏洞很多。比如，有的基金资金清算还是由管理人操办，资金由管理人调度，自然就有被挪用的可能。

在投向上，基金大量投资实业和房地产，这期间估值的透明度和有效性开始受到人们诟病。

在狂飙突进了几年之后，早期的投资基金业也确实到了该歇歇脚步、检视自身的阶段，而法制的缺位也是基金发展自1994年后渐渐陷入停滞的另一个原因。

## 统一监管

事实上，从20世纪90年代初起，就不断有有识之士在探讨研究投资基金相关事宜。

中国证监会第一任主席刘鸿儒回忆称，早在1991年，他就向时任上海市市长的朱镕基建议，建立投资基金。朱镕基听后，也觉得是个好建议，进一步追问：“如何建立呢？”

在当时的条件下，通过市场建立投资基金有困难，刘鸿儒还提议通过工会组织来建立投资基金，但相关人士认为不合适，需要进一步研究。(注)

历史资料显示，在1992年年末国务院证券管理委员会和中国证监会成立之后，中国人民银行就已被要求牵头起草投资基金管理办法。中国人民银行总行领导对制定这部法规十分重视，为拟好这部办法，起草人员开始收集翻译海外各地的基金法律法规。[注]

这一进程在1994年又被加速了。

和讯网在2007年主办了一场“纪念基金10周年”活动，时任长盛基金总经理陈礼华出席活动并介绍了起草办法的渊源，陈礼华提到了一位外国友人，正是这位外国友人的一个举动，间接加速了基金业第一部法规的出台。

那是在1994年，一封来自美国的信函被送进中南海，放到了时任国务院副总理朱镕基的桌子上，这封信是著名的外交家基辛格所写，他建议中国用基金的方式筹集资金，支援国家建设。

朱镕基随即做出批示，并将此信批转到相关的部委，要求相关方牵头研究。在这封信和领导批示的推动下，“野蛮生长”的投资基金行业在几年后迎来了划时代的顶层设计和浴火重生。

彼时，在中国证监会机构部任职的李正强亲历了这部办法的起草过程。当时在中国人民银行非银行金融机构司任职的吴敏文回忆，包括他在内，还有欧阳卫民、闽路浩等多位人员先后参与了起草工作。

当时是由国务院证券管理委员会负责制定办法，并和相关部委组成工作组。工作组详细考察了欧美等国家和香港等地区的基金业发展，认真研究了它们的法律体系、监管框架和基金管理的业务流程，然后开始起草办法。

有的国家没有特别设立《基金法》，是用《信托法》来规范基金行业的。有的地方不叫“共同基金”，而叫“单位信托”。最后结合中国

的实际，借鉴和引进了国外相对成熟的法规。

由于投资基金管理涉及多个部门，职责权限还不够明晰，起草工作中需要不断协调各方立场。几个部委你来我往地交锋，吴敏文记得这个办法在国务院法制局最后定稿。最终，这部法规“戴了个帽子”，只对证券投资基金进行规范，终于在1997年推出。

## 《证券投资基金管理暂行办法》颁布

无论从哪种角度看，1997年，在基金发展历史上，都是承前启后的关键一年。

站在1997年这个时点往回看，老基金积累的问题不断暴露，风险在增加。

一位监管者直言不讳：“我们很担心，目前的基金管理人无视最基本的投资限制，大量涉足高风险投资领域，基金经理、托管人、发起人三位一体，法律责任不明确，内无约束，外无监督。”

没有法律和监管，根本就谈不上证券市场的“三公”原则。立法和监管是保护投资人利益、杜绝证券欺诈、维护金融秩序的关键。

而1997年又恰逢亚洲金融危机，整顿金融秩序、防范和化解金融风险是当年全国金融工作会议的一个主题。

在这个背景下，这部酝酿已久的法规正式面世。

1997年11月14日，就在当年的全国金融工作会议召开前几天，经国务院批准，以国务院证券管理委员会的名义发布了《暂行办法》，结束了之前无法可依的局面，宣告了规范化新基金时代的到来。

《暂行办法》共分7章57条，涵盖了基金公司的申请设立条件，基金的募集、交易，托管人的职责，基金持有人的权利和义务，投资运作与监督管理等基金运行的各个方面。

而从监管体制上来说，这个办法明确了中国证监会将作为证券投资基金的监管机关，从此，中国人民银行基本退出了国内证券投资基金业的管理。

这是中国基金业监管体制的第一次重大变革，而随后的若干年，随着《基金法》的颁布、修订，私募证券投资基金、产业基金、创投基金等各类基金的监管职责也陆续被划转至证监会。

在国务院统一证券市场监管体制的背景下，除了基金监管相关职能外，相关证券公司监管职能也全部被划到证监会，按照“人随业务走”这条原则，中国人民银行原有负责相关业务的部门整体划转至证监会。

吴敏文也正是在这个阶段转入了证监会，开始了他的基金生涯。对于改变了自己人生的这次转型，吴敏文记忆犹新：“那天是1998年6月24日，当时我们非银行司的副司长姜洋带队，他后来曾任证监会副主席，我们央行一批16个人，从央行的大门走出，然后跨入证监会的大门。我记得很清楚，当天证监会一位副主席还率队前来迎接我们。”

进入证监会之后，姜洋带着大部队去了证监会机构部，后来出任机构部主任。而吴敏文由于和基金事务打交道较多，就转往了基金部。

事实上，为了迎接监管体制调整这一天的到来，中国证监会早已未雨绸缪。1996年10月，证监会启动基金部筹备工作。1997年10月6日，中国证监会党委正式决定设立基金部，抽调7人保证基金部的初步运转，为基金行业的制度建设与监管提供了有力的保障。这7位行业奠

基者分别是黄红元（时任基金部副主任，主持工作）、李正强、李霞、王雪松、王彦国、刘建平、李佩霞。

嘉实基金董事长赵学军曾感慨，中国的基金业就是由监管部门一手推动的。

在推进公募基金业起步的千头万绪中，中国证监会是行业核心的推动力量。上至主席、分管副主席，下至基金监管部，事前胸中已略有蓝图，大致勾勒出了行业发展的新模式：从一开始就向国际标准看齐，高起点设计基金管理公司的架构和运营、风控、内部财务管理制度，形成内部和外部的约束机制。在这个基础上，对从业人员也实行严格的资格审查和准入制度。

当时的监管者已经深刻认识到，即使有了好的制度，有了健全的组织架构，人的问题不解决好也是没有用的。

搞垮“百年老店”巴林银行的尼克·李森，显然让时任副主席印象深刻，他在多次讲话中都提醒业界要以此人为鉴。

对从业人员的资格审查和管理，贯穿于行业成长期。早在1998年8月，证监会就发布了《关于加强证券投资基金监管有关问题的通知》（证监基金字〔1998〕29号），这是基金管理公司监管中的重要文件。对高管人员任职需要核准，从业人员不得兼职、不得买卖股票和基金，设立监察稽核部门及督察员制度，现场检查，投资人员移动电话集中保管，电话录音等问题都做出了明确规定。

1999发布的《基金从业人员资格管理暂行规定》再次重申，基金管理公司、托管部任命高管需要经中国证监会审核；而要解聘高管的话，同样需要事先经中国证监会同意并推荐新的人选。

某种程度上，这是基金公司内部约束机制的一种体现。大股东不得随意干涉基金公司管理部门的自主运营，而如若管理部门发现有违规行为可以向证监会报告，有违规指令可以拒绝执行，将会得到证监会的保护和支持。

但是，要想将构想中的效果落到实处，就需要一批高素质、专业化的从业人员，对从业人员的培训和挑选被迅速提上议事日程。

## 首批从业者

1997年12月，广东省东莞市长安镇莲花山庄，中国证监会组织的第一期基金从业人员培训正式开班。若干年后，有人评论，此次培训相当于基金的“黄埔一期”，培养了中国第一批公募基金从业人员。

培训班基本囊括了当时将跨入基金业的各家机构人员，主要是证券公司和信托公司人员，证券公司有华夏、申万、国信、大鹏、海通、国泰等，信托公司有上海国际信托投资公司和中国人保信托投资公司。每家筹备单位派出5人，学员名单中有诸多日后为人熟知的名字，高良玉、韩方河、谢卫、陈勇胜、邵杰军等均在其中，此外还有银行等相关机构人员。

在当时，基金还是个新生事物，将要试点的新基金还只存在于构想中，去参加培训的很多人最后也没进入基金业。与当时令人羡慕的证券公司相比，前途未卜的基金业自然会让稳重者止步。

当时任职于中国人保信托投资公司的谢卫带队前去培训，与他同去的4人，其中只有裴勇在多年后短暂出任过银河基金总经理一职，其他人没选择进入基金业。

邵杰军回忆说，培训班从香港、台湾等地请了一些专家来授课，基本上讲授一些比较基础的知识，但在当时大家对基金的认识还停留在比较粗浅的阶段，系统的培训仍让人受益良多。最后的一场考试令他印象深刻，满卷都是问答题，每个人都被发给好多张答题用的白纸。可以想象当时考生的心情：这是要让他们写满每张纸吗？

在结业典礼上，证监会分管副主席亲临现场讲话。他从相当高的高度，清晰地阐述了基金业在国际经济活动中发挥的重要作用，剖析了共同基金与对冲基金的不同之处，最后又介绍了在规范的基础上发展我国基金业的路径。

在讲话中，他其实已经透露出监管部门对发展新基金的思路，用六个字来概括，那就是：上规模，高起点。

不但新基金的规模要比老基金的规模大，还要逐渐试行一家基金管理公司管理多只基金。

事实上，在1998年启动新基金试点工作后，一只基金的规模就达到了20亿元，这是之前的老基金远远达不到的。

最后，这位副主席用美国共同基金彼时4万亿美元规模的数据描绘出中国基金业美妙的前景，他将中国基金业比喻成一轮刚刚升起的太阳，以此来激励在座的人员，要培养出中国的富达基金。

一席话讲完，底下掌声雷动，奋斗的激情，面对全新领域的忐忑，在掌声雷动中交融。

也正是在首期培训后，试点新基金公司的筹备进入快节奏。而老基金在《暂行办法》颁布后及后续金融工作会议定下的整顿金融秩序的基调中，即将迎来涅槃重生。

---

1. 厉以宁、曹凤岐：《跨世纪的中国投资基金业》，经济科学出版社，2000，第8页。
1. 欧阳卫民：《中外基金市场与管理法规》，法律出版社，2000，第7页。

# 第二章 初试啼声（1998—1999年）

在这里，只有不停奔跑，才能让你保持在原地。如果你要抵达另一个地方，你必须以双倍于现在的速度奔跑。

——《爱丽丝梦游仙境》

在1998年的中国大地上，流行着一首歌曲《相约一九九八》，王菲和那英二重唱的旋律，荡漾着人们对幸福生活的珍视和对美好明天的渴望。

由于契合了时代奋进的特征和人们的情感，多年后，依然能听到街头巷尾在传唱着："来吧！来吧！相约九八！"

第一代公募基金的监管者和从业者，也相约在1998年的春天里，谱写了基金业20年宏伟篇章的序曲。

1998年3月初，国泰、南方首批基金管理公司正式成立。3月23日，金泰、开元首批封闭式基金上网发行，正式拉开了公募基金跨入历史舞台的帷幕。

一个新的行业诞生了，一个伟大的时代隐约在前方招手。

监管者用密集颁布的法规准则，在起始阶段就确立了持有人利益最大化的行业核心价值观，并围绕这一目标建立了一整套完整的制度。

强制托管解决了资产安全问题，信息披露解决了持有人知情权问题，禁止预测收益率防止了刚性兑付在基金业滋生。行业从起步伊

始，就与“刚兑”两字绝缘，愈发证明了管理部门高瞻远瞩的预见性与现实意义的重要性。

20年来，行业从40亿元起步，到目前约14万亿元规模，年复合增速约49%。

1998年让人印象深刻的，还有长江特大洪水，这是自1931年和1954年以来的又一次全流域洪水，29个省市受灾，事后统计，直接损失达1600多亿元。这场洪水对世人的影响，除了抗洪官兵“人在堤在”的誓言让人印象深刻，对当年经济增长的悲观情绪也开始弥漫在市场之中。

随之而来的是国内外各种利空，亚洲金融危机持续发酵，国际投机者兵临城下，香港股市、汇市开始面临直接攻击。

A股开始经受风声鹤唳的震荡，上证综指从1998年6月初1422点的高位一路下跌至8月18日盘中1043点的低点。

当时尚显单薄的基金业，面临严峻的市场环境考验。监管部门召集5家基金公司讨论股票市场形势及对策，第一次基金业联席会议就此诞生，此后一直延续到现在。

度过了1998年，来年初夏的一波行情让基金一战成名。1999年5月19日，一根阳线拔地而起，其后连涨32天，那段直刺苍穹的K线图激动人心，市场情绪集中爆发，不到两个月，大盘涨幅超过50%。

年轻的中国基金业顺应大势，取得远超市场预期的收益，打消了人们对基金赚钱能力的怀疑，让人们刮目相看。

基金业在平稳度过试点阶段后，老基金清理规范、开放式基金的筹划试点、《基金法》的起草准备都已印刻在这两年大胆进取的基金业的进度表上。

遵循“先立法，后试点”的路径，背靠高起点的制度设计，第一代基金从业人员和立法设计师青春飞扬、意气风发，在中国证券市场这块壮阔的画布上，留下了他们深深的印记。

# 第一节 1998年 九万里风鹏初举

## 一切都在与时间赛跑

1997年10月，基金监管部开始筹建，按照当时的要求，在第二年春天的时候就要试点成立新基金管理公司，发行基金产品。

留给监管者的时间非常紧张，必须在几个月之内推出各项配套规则体系，比如基金公司申请设立规则，产品该怎么发行、管理、运作。

当历史循着既定的逻辑演进至这一时刻，基金部从各方抽调而来的年轻人，幸运地成为时代意志的执行者，同时，他们也注定要承受行业拓荒期的巨大压力。

北京大学法律系出身的刘建平，在后续的法规制定中担纲了重要角色。1996年加入中国证监会的刘建平，在法律部法规处已磨炼了一年多，主要工作就是参与起草相关规则。

年轻的莫泰山适逢其会，加入中国公募基金业草创的历史进程中。当时他还未正式从中国人民银行研究生部毕业，被推荐给证监会，面试后被选派到筹建中的基金监管部，1997年年底就已经开始参与筹建工作。当时基金监管部还只有刚开始筹建时的7个人，莫泰山就是从外部引入的第8个人。

说起来，莫泰山加入基金部，多少跟他在校园里的经历有关系。20世纪90年代读大学的学生可能大多数都做过勤工俭学，莫泰山在学

校时就曾替校外的书商编书。

恰巧，他当时领到的任务就是编写与基金相关的书籍，那个时候，基金相关的资料很少，也没有互联网可供搜索。于是，莫泰山靠泡在图书馆摘录诸多国外的基金资料编完了这本书，挣了几千元钱，不过更重要的是开启了他的基金之路。

在学校时无意中埋下的一颗种子，让莫泰山从此与基金业结下了不解之缘。

那时证监会刚入驻金融街，莫泰山第一天去报到的时候，发现金阳大厦旁边还是泥泞的工地。基金监管部的筹建办公室，就设在大厦4楼北侧的4011室。

这间不大不小的办公室，即将见证基金行业的诞生和发展，见证基金行业的很多个“第一”。而在此之前，这里不仅是基金监管政策起草和酝酿的地方，又俨然是筹建中国基金行业的大本营。

第一批基金公司将由谁发起设立？第一批基金产品是什么类型？第一份基金契约和招募说明书将披露一些什么内容？这些问题的答案都在这里酝酿并最终揭晓。

在基金部老同事的记忆中，自《暂行办法》发布后，这些准备工作就在紧张而有序的节奏中推进。当时筹建人员在李佩霞处长的带领下，正忙于新公司试点事宜。刘建平当时领受的一项重要工作，是参与制定相关配套规则，比如基金公司、基金设立申请与审批规则、监管要求以及相关申报文件的内容与格式指引。

限于国内资料的匮乏，刘建平等人在规则起草过程中，四处请教海外专家，查找英文法规资料。他对那段时光的记忆，就是天天加班。

为解决人手紧张的问题，证监会从沪深两个交易所借调了徐明、牛文婕以及陈文权等精兵强将。在莫泰山到岗之后，包括尚健、何斌在内的其他人员也陆续到岗。在扩充人手的同时，各项工作开始进入快车道。

规范基金运作最重要的法律文件有两个：一个是基金契约，也即现在所称的基金合同，是明确基金契约各方当事人的权利与义务、规范基金运作、保护投资者利益的法律文件；一个是招募说明书，针对基金发行、申购赎回、托管、投资等做出了更详细的说明。

这些文件怎么写，行业都没有经验，需要有一个规范的内容与格式来指导从业机构。

借鉴中国香港及其他发达市场的经验，基金部筹备人员决定采用指引的形式规范这些法律文件的格式，同时制定基金运作规则，方便新成立的公司按照指引要求进行统一规范。

刘建平回忆，除了指引外，证监会刚开始发布规则时，更多采用的是通知的形式。虽然通知的法律层次不太高，但是它管用，时效性强。

于是，在《暂行办法》发布仅仅一个月之后，1997年12月12日，证监会即发布了《关于申请设立基金管理公司有关问题的通知》《关于申请设立证券投资基金有关问题的通知》，规定了申请设立基金公司、发起基金的程序。

12月18日，证监会再次发布了《暂行办法》实施准则一至四号：《证券投资基金基金契约的内容与格式》《证券投资基金托管协议的内容与格式》《证券投资基金招募说明书的内容与格式》《基金管理公司章程必备条款指引》。

至此，中国基金业的底层运行法规框架已基本搭建完成。

但接下来，是一段更忙碌的时光。

到新基金契约和招募说明书的起草，又是一道坎。

这两份文件将是试点新基金的首秀，不仅将接受市场和公众的审阅，还将约定今后很多年基金运作的纲领、原则以及相关当事人的权利与义务，要尽可能考虑到各种情况，显得格外重要，需要认真谨慎对待。

万事开头难，第一批新基金的招募说明书面临没有多少可借鉴材料的窘境。现任银华基金总经理、南方基金相关文件的起草人王立新向《中国基金报》记者回忆："基金开元的招募说明书，就是我和当时的同事李旭利以及基金部的领导一起，一个字一个字琢磨着写出来的。"

王立新所说的基金部领导，其实正是王雪松和莫泰山。

监管部门以基金公司的申报材料为基础再次进行修订完善，南方基金的起草人是王立新和李旭利，国泰基金的起草人是钱华和丁昌海，他们根据内容与格式指引而拟定提交的草案厚达近百页。

对这件事，莫泰山同样印象深刻："我们以南方的材料为草本，希望修订出一个通行的范本。"

在他的印象中，对草案进行了不下几十遍的修订。由彼时基金部市场处的王雪松处长领头，莫泰山和基金公司材料起草人员一起通读材料，然后一起逐句、逐字审阅，边看边讨论、修改，往往是通改了一遍，觉得完善了很多，再读一次，又发现有很多可以改进的地方。

最终成文的招募书除了申购赎回等技术细节外，还包含了基金投资理念、投资范围、投资方法等基本思路。

“文字上真的是一个字一个字地抠。比如是使用‘基金份额’还是‘基金单位’，这样的措辞都要反复推敲。由于试点工作总体安排时间紧、任务重，在那一两个星期里，经常改到夜里十二点、一点。”

这样的工作节奏对今后的基金监管部来说，将会司空见惯。

## 强制托管制度起步

规范老基金，试点新基金，这需要多系统的协调运行：要批设基金公司，启动托管制度，还有基金从业人员的培训。

尤其在托管这一环，是新基金区别于以往老基金的重要特征。对于托管的重要性，无论多么重视都不为过。

我国商业银行的资产托管业务模式，是借鉴了国际上成熟的资产托管人制度，依托《信托法》法律基础，结合我国具体国情确立和完善起来的。

《暂行办法》将“托管人和基金管理人”专列一章予以规范，做出了基金资产管理运用与资产保管职能分离的制度安排，首次明确了证券投资基金资产托管机制，要求托管人履行资产保管、投资监督、资金清算、会计核算等职责。

《暂行办法》的出台，成为我国资产托管业务发展的基础性制度保障，由此我国托管行业从证券投资基金托管业务起步，开启了发展之路。

托管人作为独立第三方，在保障投资者权益中发挥了至关重要的作用。

第一，托管人的介入使投资资产的所得权、使用权与保管权分立，形成了科学的治理结构，有效地保障了资产的安全性，基金管理人再也没有可能可以直接触碰到投资者缴付的资金。

第二，《暂行办法》特别对托管人的职责做出了明确的表述：要负责办理基金名下的资金往来、复核、审查基金资产净值等业务，托管人有监督权，发现基金管理人投资指令违法、违规的，不予执行，并向中国证监会报告。

第三，托管人通过核算估值与管理人建立对账及信息披露机制，实现信息公开披露，保障了投资人的切身利益。

基金托管人与基金管理人对账也是一项中国特色，意在保证发布数据绝对正确，使托管人和管理人相互制约。

由于托管人掌握着全部托管基金购买股票的信息，因此做好信息保密工作至关重要，这就有了资产托管人办公场所全部实施录像、电话全部录音、邮件全部监控的做法。

其中有个细节非常关键，那就是如何确保大量数据和指令传输绝对保密?

一位老托管人在《中国银行业》杂志上撰文回忆，大家当时绞尽脑汁想了很多办法，最后达成约定：基金管理人与托管人之间采用加密传真进行指令传输。为了保证基金投资信息绝对保密，资产托管人选择了密级很高的加密器，这个级别的加密器是由国家管控的，据说只有副部级以上单位才能购买使用。由于基金管理人级别低无法申请到，基金管理人使用的加密器多是由托管人提供的。

在起步阶段，法规赋予了托管行相对重要的地位，这就是托管人和管理人一道以双受托制构建行业基础的雏形。

农业银行托管部筹建组负责人郭辉回忆说，早在1997年《暂行办法》颁布前，证监会时任分管副主席就召集银行、信托公司、证券公司等一起开座谈会，讨论学习美国共同基金的经验，借以发展中国的基金业。

当时，监管部门已有蓝图，要靠证券公司、信托公司作为发起人搭建基金管理公司，而银行托管则是新基金业态能形成的一个重要保障。

按照《暂行办法》对托管银行设定的一个指标，实收资本不少于80亿元。根据这一条，基本上只有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行五大行才有资格进入托管市场。事实上，这也是起草人有意在行业发展初期设立的一个门槛，先让大银行参与，背后的意图是至少保证行业的稳步启动。

对银行而言，他们觉得这是中国金融工具的一个创新，也开辟了一项新的业务，在筹建中可以看出各家银行都很认真积极地申报材料。

在托管业务资格审核中，工商银行拔得头筹。

1998年2月17日，根据工商银行总行第八次办公会议决定，工商银行证券投资基金托管部正式成立。

2月24日，经中国人民银行、中国证监会批准，工商银行成为首家获得证券投资基金托管业务资格的商业银行。也正因为工商银行准备最为充分，第一家拿到资格，随后就顺理成章，一举拿下了首批两只基金——基金金泰和基金开元的托管。[注]

当时，工商银行托管部分为四个处，资金清算处、核算管理处，交易监督处和内控保障处，这种划分实际上和《暂行办法》对托管人的职责认定是一致的。

资金清算很好理解。所谓核算，实际上就是会计估值。对于交易监督，工商银行一开始就将其放在重要位置，专门成立一个部门。比较特殊的是内控保障处，它负责托管的风险管控，是当时营运系统的一个保障，做计算机系统的日常维护，不能有丝毫风险，另外还负担了一部分营销的职能。

托管部初设时一共有13名工作人员，都是从工商银行其他部门抽调而来的。现任托管部副总经理肖婉如就是其中一员，在她的办公室里，回想起过往的激情燃烧的岁月，她的声音也不禁高亢起来。

当时肖婉如已经在工商银行个人金融部门工作多年，是部门准备提拔的对象，而1998年2月的一纸调令就此改变了她的人生轨迹，使其开始了与公募基金相伴20年的历程。

2月初的一天早上，她所在部门领导突然把她叫到办公室，通知说，要把她调到一个新成立的名叫托管部的部门。肖婉如追问了一句："那个部门是做什么的？"

结果得到的回答是，"我们也不知道，但是好像要求还挺严格的，标准挺高，肯定是好事，行里要把那些能干的、年轻的、有前途的干部给调过去"。

事后看，工商银行主要是从科技部、个金、资金计划部抽调人手充实托管部。肖婉如在接到通知的第二天，就拿着调令到托管部报到，从此一干就是20年。

现在进托管部的年轻人，可能难以想象当初托管部是如何从一片荒芜中起步的，“工商银行托管部最初在一个小区里租了两间大房子，中间用柜子隔开，用于四个处办公。我报到后，做的第一件事就是搬桌子，桌子都还没到位。”肖婉如是说。

在1998年初春的北京，步履匆匆的不是只有肖婉如他们这批人。

中国农业银行托管部第一任总经理郭辉接手筹备任务后，加班加点，在一个月内迅速搭建组织架构，建设清算交收系统，着手各项制度安排，包括针对网络意外故障制定了应对措施，通过电话指令来实现资金的拨付。这一决定被写入正式的会议纪要。

不过，郭辉一次也没动用过这个权力，多少也验证了当时建设的托管系统的可靠性。

中国银行托管部第一任总经理陈儒，也曾在那一年骑着自行车满大街找办公房，好不容易确定了汉威大厦，为赶时间，陈儒和工人一起加班铺管线，跑楼顶架卫星接收器接收信号。

在工商银行获批之后，建设银行紧随其后。3月18日，建设银行托管资格获核准；5月29日，农业银行托管资格获核准；7月3日，交通银行托管资格获核准；7月7日，中国银行托管资格获核准。至此，五家大行均拿到了托管入场券。

几大行的托管部都是从一张白纸画起，但好在托管涉及的业务，如划拨资金、资金清算、建账管理资产等，都是银行的看家本领。

一切极为忙碌，一切又极为充实，每天都充满斗志地工作，对这群正处于一生中黄金年龄阶段的人来说，其实是一件幸福的事情。

# 首批基金公司启航

在托管业务势如破竹的同时，其他各条线的工作也在齐头推进，新基金公司的试点筹建更是重中之重。

按照《暂行办法》规定，基金公司主要发起人为证券公司、信托公司，经营状况良好，最近三年连续盈利，每个发起人实收资本不低于3亿元。

其间，正逢国内证券业清理整顿，不少证券公司、信托公司被查出有挪用客户保证金、私自发债等行为，失去了发起资格。候选筹备人中，国泰证券、南方证券、华夏证券脱颖而出。

1998年一开年，基金部就在李佩霞处长的带领下，为首批新基金公司的设立申请忙碌起来。

1998年2月5日，证监会发出《中国证券监督委员会关于同意筹建国泰基金管理有限公司的批复》（证监基字〔1998〕1号文），批复同意由国泰证券、中国电力信托、上海爱建信托、浙江省国际信托四家机构，联合发起筹建国泰基金管理有限公司。

同日发出的2号文，批复同意南方证券等发起筹建南方基金。

时任国泰证券总经理助理的陈勇胜被要求带队筹建国泰基金。

作为恢复高考后的首届大学生，陈勇胜毕业之后被分配到建设银行总行，从事世界银行项目评估和境外融资业务，这一干就是10年。1992年10月，他调任国泰证券，分管国际业务部，这一干又是6年。1997年年底筹建国泰基金，他面临着人生中第二次事业转型，最终，他还是“冒险”进入了基金这个全新的行业。

正如华夏基金原总经理范勇宏所言，当年的基金公司刚刚起步，是非常小的金融机构，从业人员大多愿意留在证券公司工作，不太愿意丢掉待遇丰厚的铁饭碗，从事不确定性很大的基金工作。

选择加入基金业是需要一定勇气和眼光的。所幸的是，每个新生行业的初期都不乏充满雄心壮志、从各方汇聚而来的英才豪杰。

在大时代的背景下，总有这样一些人风云际会。他们肩负使命，而这种使命将伴随其一生。

国泰基金在成立后，陆续吸引了包括吕俊、冯天戈在内的一批优秀年轻人；华夏基金筹备时，在范勇宏麾下就已经聚集了戴勇毅、王亚伟、郭树强、林浩、江晖等一批大将。

国泰基金作为中国基金业落下的第一枚“棋子”，掷地有声，开局就为后续的“棋局”奠定了合规、稳健发展的基础。

在公司成立20周年之际，接受几家证券报记者采访时，陈勇胜特地带上了厚厚一沓复印件展示给大家看，这是公司成立之初就制定好的“58个规章制度”。

国泰基金是业内第一家使用门禁系统的，在交易室内启用从国外引进的电话语音、视频监控和交易行为自动记录等功能。陈勇胜带领着最初的国泰基金从细节上防范风险，“摸着石头过河”。

“基金金泰刚成立的时候，涉及投资组合的问题，中国证监会组织的基金行业的第一次飞行检查就来到了国泰基金。检查队一部分人去查了国泰证券的投资组合，另一部分人查了国泰基金的投资组合，看看两者有没有关联。检查的结果是，国泰证券和国泰基金都是合法合规运作的，是经得起考验的。”陈勇胜回忆说。

在他看来，监管部门十分具备战略眼光，规矩先行，使公募基金成为中国最透明也最合规的资产管理机构。

筹备约一个月时间，中国证监会发出了同意两家基金公司开业申请的批复。1998年3月5日，国泰基金管理有限公司正式在上海成立。3月6日，南方基金管理有限公司在深圳成立。

这在中国基金史上是值得大书特书、具有历史意义的一刻，标志着规范运作的基金管理公司在中国正式扬帆启航。

但当年第一批基金从业者似乎并没有因为创造了历史而骄傲，而是把目光投向了手头的工作：基金发行方案、招募说明书、基金契约的制作，投资股票池的搭建等。

国泰基金开业那天，没有鲜花，没有喝彩，没有闪光灯，陈勇胜说，“我们就是在蹚路子”。

晚了一个月成立的华夏基金，正式开业时与这一幕极为相似。

4月9日，一个普通的日子，华夏基金管理公司正式在北京成立，同样没有鲜花，没有掌声，甚至连一个简单的仪式都没有。尽快成立公司，尽快发行基金，成为第一批基金管理人是范勇宏那拨人最大的心愿。[注]

公司成立了，基金发行的安排，随之被提上日程。

海外发达国家或地区的基金业，通常是先从封闭式基金起步，经过一段时间的探索后，逐步转向开放式基金。中国基金业在试点初期，同样选择从封闭式基金起步。

监管部门对此也有着清醒的认识，时任中国证监会分管基金的副主席曾撰文解释了选择封闭式基金的原因：“虽然开放式基金在许多方

面优于封闭式基金，但开放式基金对基金管理人、托管人、技术设施和市场监管的要求更高，超出了我们目前的能力。先由封闭式基金进行试点，有助于我们通过一段时间的运作，逐步在法规建设、监管和基金管理等方面积累一定经验，培养出一批合格的监管人才和基金管理人才，在时机相对成熟时，再进行开放式基金的试点工作。”

王立新对媒体说，当时他负责制定公司章程、基金招募说明书这些基础工作。公司上下对于新基金的方方面面都极为重视，一丝不苟地在推进。

连对首批基金的命名，几家公司都绞尽脑汁。根据王立新的解释，基金“开元”有两层寓意，一是开辟基金业发展新纪元，二是我国历史上有过著名的“开元盛世”，“开元”寓意着行业发展的好兆头。

基金“金泰”这一名称，就是由“泰鑫鼎盛”而来。“当初我们想在之后的四个封闭式基金产品里，分别把这四个字连起来，即金泰、金鑫、金鼎、金盛，‘金’取自‘金色年华’，‘泰’即为‘国泰’。”陈勇胜回忆道。

华夏基金的首只产品的名称，也是范勇宏等人讨论了半天，最终才定下的“兴华”，取“振兴中华”之意。

3月9日，证监会下发两份批复，同意基金金泰和基金开元的发行设立申请。

两只基金均为契约型封闭式基金，存续期限为15年，发行规模均为20亿份基金单位，每份基金单位面值1元。其中，每只基金发起人认购0.6亿份基金单位，占基金发行规模的3%，在基金上市后一年内不得转让；基金发起人在存续期内须持有0.3亿份基金单位，占基金发行规模的1.5%，其余19.4亿份基金单位通过交易所系统上网面向社会公开发行。

基金产品的方案敲定了，接下来还需要一系列细化的规则。

在随后的几天里，中国证监会连续下发了《关于做好证券投资基金试点工作有关问题的通知》和《关于做好证券投资基金发行工作有关问题的通知》。

上海证券交易所、深圳证券交易所也参与了首批封闭式基金的试点准备工作。当时，上海证券交易所相关事务的一位牵头人名叫桂水发，一同参与准备工作的还有一位同事名叫林利军，他们日后分别出任了汇添富基金公司的第一任董事长和总经理。

林利军回忆，由于承载着试点的重任，一切工作都要高标准、严要求地进行。封闭式基金怎么发行、成立后的资金管理、上市后的交易、清算制度和估值，所有这些问题都被反复讨论斟酌、认真考虑。

在他的印象中，值得一提的一项安排就是，交易所为试点基金开设了“基金专用交易通道”，这是为了防止信息外泄。

在经过多轮讨论商议后，封闭式基金的上市交易逐渐形成了可行的模式，并形成了相关规则。

中国证监会随后批准发布了沪深两家交易所的《基金上市规则》，在基金发行工作细则上和账户开立等技术工作上都已做好了充分的准备。

万事俱备，只欠东风。

3月17日，国泰基金公司和南方基金公司在三大证券报上披露了基金金泰和基金开元的发行公告、招募说明书、基金契约等一系列发行文件，宣布基金金泰和基金开元将于3月23日分别在上海证券交易所、深圳证券交易所上网定价发行。

而且，两只基金都特别规定了只向个人投资者发行，任何机构不得以个人账户申购基金。只买基金的投资者，可以只开设交易所的基金账户，各地开户网点于1998年3月18日开始办理开户手续。

3月23日，经中国证监会批准，基金金泰和基金开元分别在沪深两家交易所上网发行，正式拉开了试点新基金募集入市的历史大幕。

“那天，1600多亿元的资金蜂拥而至，都来抢购这两只新基金。而这两只基金的总规模各自仅20亿元。”陈勇胜回忆说。

两只基金的中签公告显示，基金金泰的有效申购账户数高达119.78万户，有效申购量为782.63亿份基金单位，认购倍数为40.34倍；基金开元的有效申购账户95.79万户，有效申购数量817.85亿份基金单位，认购倍数为42.15倍。

后台统计的申购情况表明，中小投资者申购账户数量较多，申购份额较少。简单地说就是，散户参与人数多，但买的量少。

为充分体现证券投资基金主要面向中小投资者的原则，按照中国证监会要求，基金金泰和基金开元的发行采取了分组配号、分组抽签的办法，即将投资人的账户按照申购量的大小来分组。当时分成了5万元以下、5万~35万元、35万~100万元、100万元以上四组，每一组分配相应的基金发售份额，向中小投资者账户适当倾斜，然后再采用摇号抽签方式，最终上述两只封闭式基金的平均中签率仅约为2.48%。

经过3月23日发行后数日的中签、验资过程，3月27日，基金金泰和基金开元两只基金宣布正式成立。

27日中午，国泰基金拿到了会计师事务所审核的验资报告，募集的资金已全部转入托管行的基金专户，这意味着下午1点开市，基金经理就可以买入股票了。

与如今个别新基金迟迟不敢入市不同，基金金泰第一任基金经理徐智麟显得果断得多，回忆起这个历史性时刻，他至今激动不已：“一开盘我就发出了第一笔买入指令，买入的股票都是我们早就研究确认下来的，总共有25只，包括上海机场和上海汽车等一批本地股。”

在此之前，国泰基金已经进行了详尽的研究和周密的准备，组建了研究员队伍，搭起了股票池，对拟投资的股票有了一个初步的筛选。

对基金的具体操作风格，他们也达成了共识，那就是以价值发现为投资理念，崇尚价值投资，以被市场低估的价格和将被市场认同的趋向为入市契机，以稳健平稳的投资组合和较强的风险控制手段管理运作基金资产，以期为投资者赢得长期稳定的投资回报。

国泰基金买入的动作确实比较快，根据7天后的上市公告书可以看出，截至1998年4月3日，金泰在股票组合上已买入4亿多元资金，“最终20亿元的资金，建仓花了近一个月的时间，”徐智麟回忆道。而当天的基金单位净值已达1.0175元，申购中签的投资者实际已处于浮盈状态。

4月7日，基金金泰、基金开元分别在上海证券交易所和深圳证券交易所上市，两只新基金的上市激发了市场热情。

当天9时30分一开盘，基金金泰价格即已高达1.45元，当天收于1.41元，中签的投资者当天获益40%，俨然如今的中小盘股上市首日的翻版。在接下来的一段时间，基金金泰更是一度连续涨停，不到一个月时间，5月5日，基金金泰在盘中创出了2.43元的最高价，累计涨幅高达141%，一个月内基金金泰成交过百亿元。

同样，基金开元上市开盘价1.37元，首日涨幅34.7%，在随后一个月内也飙到2元，涨幅超过100%。

可以想见，当时市场是把基金当成新股来打，上市后也是当成新股来炒。但这仅仅是个开端，有了前两只基金的铺垫，5月8日上市的第三只封闭式基金，华夏基金旗下的基金兴华，一步到位，开盘价就达2.01元，首日涨幅115.8%。更疯狂的还在后头，1999年10月28日，基金裕元上市，开盘即飙升至2.45元，当日最高居然涨至10元，最后以6.20元收盘。

随着这几只试点基金的成功发行，其他基金管理公司的试点审批也在有条不紊地推进。

1998年6月4日，华安基金管理公司成立；7月13日，博时基金管理公司成立；12月22日，鹏华基金管理公司成立。

1998年全年一共成立了6家基金管理公司，发行了6只基金产品，合计120亿元的规模，前5只基金当年均已投入运作，第6只基金、鹏华旗下的基金普惠赶在12月30日在深圳证券交易所上网发行。

这6只基金的诞生，标志着中国有了真正意义上的专业机构投资者，基金也成为老百姓理财的一项选择。行业刚刚起步的规模就已远远超过过往8年老基金的总募资量。

## 试点期的呵护培育

在1999年，管理部门又批设了4家基金管理公司。当年3月，嘉实基金、长盛基金在北京成立；4月，大成基金、富国基金在北京成立。至此，市场所称的“老十家”基金公司已全部成立。

陈勇胜、熊双文、范勇宏、韩方河、肖风、贠瑞恒、洪磊、张佑君、龙小波、李建国分别担任“老十家”基金公司的首任总经理，成为

中国基金业第一批领头羊，由此开始了在跌宕起伏的中国A股市场的起步探索。

中国基金业在诞生之前，就已被寄予无限希望，高层希望它能把储蓄转化为投资，为经济建设添砖加瓦；监管部门倾注了心血，高标准、高起点地设计规范这个行业，希望它能成为市场稳定器和促发展的动力；诸多有识之士意识到，基金还是老百姓养老钱保值增值的重要工具。

就在万众聚焦之下，首批试点基金在监管部门顶层设计的制度框架内迈出了稳健的第一步。在行业发展初期，业界就充分享受到了管理部门给予的阳光雨露。

1998年值得铭记的有两大政策，其中一项政策为行业的长远健康发展奠定了扎实的基础，那就是对基金税收处理的明确，这一点和广大投资者息息相关。

在监管部门构建的新基金业态中，税收问题是重要一环。早在试点基金成立前，监管部门就已经持续在和财政部、国家税务总局进行沟通，一旦能就避免双重征税达成理解，这一进程就提速了。

1998年8月6日，经过证监会基金部与财政部、国家税务总局的多次沟通磋商，经国务院批准，财政部、国税总局联合发布《关于证券投资基金税收问题的通知》，为了有利于证券投资基金制度的建立，促进证券市场的健康发展，针对证监会新批准设立的封闭式证券投资基金，从营业税、印花税、所得税三方面进行了明确。

第一，营业税方面。以发行基金方式募集资金不属于营业税征收范围，不征收营业税；基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入，在2000年年底以前暂免征收营业税；金融机构买卖基金的差价收

入征收营业税，个人和非金融机构买卖基金的差价收入不征收营业税。

第二，印花税方面。基金买卖股票按千分之四征收印花税，投资者买卖基金在1999年年底以前暂不征收印花税。

第三，所得税方面。基金从证券市场中取得的收入，包括买卖股票、债券的差价收入，股票的股息，红利收入，债券的利息收入及其他收入，暂不征收企业所得税；个人买卖基金的差价收入，暂不征收个人所得税；企业买卖基金的差价收入，征收企业所得税；投资者从基金分配中获得的国债利息，储蓄存款利息以及买卖股票差价收入，暂不征收所得税；企业从基金分配中获得的债券价差收入，暂不征收企业所得税。

曾参与协调工作的莫泰山回忆，当时基金部几乎是全员出动，为了这一政策能落地，所有人都使出浑身解数。最终商定的这几条原则，直到现在整个行业仍在受益。

一方面，这些不征收和暂免征求的税收，使基金公司避免了双重征税，让投资者实实在在获得了好处。

另一方面，这几条明确了的应税原则，使公募基金在产品制度上天然就与其他产品区别开来。在此后的二十来年，这一红利优势始终有所体现。

紧接着另一桩重磅政策，则是对基金实施新股配售。早在4月24日，经中国证监会批准，金泰和开元就曾实施配售新股。

当天刊登的宁夏恒力招股书显示，本次新股发行可向证券投资基金配售新股数量不超过本次公开发行量的20%，每只证券投资基金可申请配售新股数量不超过本次公开发行的5%。

最终宁夏恒力向基金金泰和基金开元配售了450万股，发行价5元，上市首日就已翻倍，收盘11.17元。

到8月12日，中国证监会正式发布《关于证券投资基金配售新股有关问题的通知》，规定了新股向基金配售的比例、配售程序及获配新股上市两个月后方可流通。

公开发行量在5000万股（含5000万股）以上的新股均可向基金配售，具体配售比例根据发行量而定，从10%到20%不等。

基金获配新股，自该新股上市两个月后方可流通，基金除申请配售新股外，不得参与新股的公开申购。

在实行一年之后，根据实际情况，上述部分条款面临修改。1999年11月，中国证监会又下发了《关于进一步做好证券投资基金配售新股工作的补充通知》，对配售比例、新股流通锁定期等做出了部分调整。

在接下来的几年，中国证监会协调其他部委，又陆续出台了一系列的政策。

第一，允许基金管理公司进入全国银行间同业拆借市场。

中国人民银行于1999年8月发布了《基金管理公司进入银行间同业市场管理规定》，允许符合条件的基金公司进入同业市场，从事购买债券、债券现券交易和债券回购业务。同时获批的还有证券公司，携手基金一起进入了同业市场。

第二，允许保险资金通过证券投资基金进入证券市场。

1999年10月26日，中国证监会和中国保监会宣布，保险资金可以通过购买证券投资基金间接进入证券市场。这一举措既有利于保险资

金拓宽投资渠道，也有利于基金发展。

1999年11月1日，基金同盛在深圳证券交易所上网发行，成为首例向保险公司配售的新发行基金。

第三，允许全国社保基金投资基金。

2001年，财政部、原劳动和社会保障部共同颁布了《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，规定经证监会批准的基金管理公司和其他专业投资管理机构可以成为社保基金投资管理人，社保基金可以投资基金和股票，比例不得高于40%。

时至今日，保险公司和社保基金都已成为基金行业重要的资金供给方。

截至2017年年底，保险公司投资股票和基金的规模将近2万亿元。

社保基金由于其特殊的地位，更引得各基金公司竞相追逐。

根据社保基金2017年年度报告，2017年年末，社保基金资产总额22231.24亿元。其中，直接投资资产9414.91亿元，对外委托投资资产已高达1.28万亿元。

## 卖方逐步成型

在基金被各方呵护栽培、汲取成长动能之际，它也开始为社会提供稚嫩的力量。公募基金的诞生与发展有效带动了市场上另一产业的壮大，那就是俗称“卖方”的证券研究机构。

国内证券研究之风始于1993年，最早可以追溯到1993年君安证券设立的研发中心。㊟

国泰君安证券研究所、华夏证券研究所均成立于1996年，早年的研究所吸收培养了中国第一代专业的行业研究员，为市场输送了大批人才，出自国泰君安的金融高管、明星基金经理数不胜数。

但在当时，研究成果如何走向市场一直困扰着研究机构。

在基金如何投资于二级市场的制度设计中，有过对几种方案的讨论，其中一种是基金直接成为交易所的会员。

作为市场上的大型机构投资者，理论上基金确实可以直接进场，不通过券商。

但也有人认为，作为一类大机构，还是应该和这些卖方通过交易建立联系，国外基金也是采用这种模式，分享券商的研究成果。

两种意见都有可取之处。最终，在听取多方面建议之后，时任分管领导选定后者，采取租用席位这一方式，这也是国际通行模式。

这一制度设计四两拨千斤，因为有了公募基金这个体量庞大且稳定的投资者群体，券商后来才慢慢发展起研究业务。

而且，买方会依据券商提供研究成果的质量，分配各席位的交易量。也就是说，券商的研究水平越高，投资建议被采纳的机会就越大，获得的交易量和佣金就越多。

这种模式大大促进了各券商对所属研究机构的重视和投入，也有助于推动研究水平的提高。

一位“老十家”基金的总经理总结了这一模式给当时行业带来的四大进步。

第一，基金需要的是可以实际操作的建议，因此，研究工作的实用性大大加强了。

第二，基金作为第三方，能够较为公正地评价各研究机构的工作水平，而各券商也可以根据基金公司的反馈来考核不同分析师的实际贡献。

只不过，他也没有预料到，在今后，配点分仓会成为分析师的一个噩梦，任何一种考评方式如果太过单一极端，都会走向反面。

第三，来自基金的佣金收入可以被视为由研究部门所创造，研究所不再是一个简单的成本中心。

第四，各研究机构的竞争趋于明朗化，有助于社会研究水平的整体提高。

中国证券研究以基金分仓为突破口，从对内服务走向对外服务，从草莽丛生走向正统与规范，证券分析师的队伍也急剧扩大，接过西方大银行的本土话语权，在普及市场知识、引导投资理念等方面发挥了重要作用。

管理部门为基金行业保驾护航，拓展空间，但打铁还需自身硬，在外部各项配套政策的呵护下，基金管理公司自身的内在功力也需要同步提升。

尤其是基金试点方案推行一段时间以来，业内也有颇多疑问和困惑，亟待解答。

他山之石，可以攻玉。学习和借鉴发达金融市场的经验和做法，就是开阔视野、看清前路的有效方法。

1998年，证监会分管领导在会见美林集团全球总裁时，提议美林集团为刚刚诞生的中国基金行业代表团提供为期一个月的系统培训，每家基金公司和托管行各派一名代表，因此，在试点方案尚在推行之际，由中国证监会牵头组成的代表团就奔赴美林证券进行了为期一个月的培训。

## 向海外求索

1998年7月，首都国际机场，一架波音客机腾空而起，目的地是美国金融中心纽约。机上载有13个人的基金代表团，专程前往美林证券进行培训学习，这是中国基金业第一次成建制地组织人员前往发达国家系统学习基金产业。

对参与培训成员的挑选也比较严格，由于课程安排充实，全程没有翻译，所以，每个人都需要通过证监会国际部人员进行的英语口语面试，有个别原定成员因为英语不过关而被淘汰。

代表团成员很多都是日后为业界耳熟能详的人员，代表团由证监会基金部的王雪松处长带队，此外还有刘建平、莫泰山、缪建民、郭特华、杨柳、邵杰军、李海红、戴勇毅、邓建民、曹继东、刘光耀等人。

1998年，中美之间的经济差距巨大，中国当年GDP总额为8.5万亿元人民币，而美国高达9.09万亿美元，按当时汇率折算，中国的经济体量仅仅是美国的12%。

更不用说中国基金业处在刚刚起步的阶段。国泰基金、南方基金两家公司成立于3月，华夏基金成立于4月，到1998年年底，一共仅有6家基金公司，6只基金，120亿元的规模。

而美国基金业资金管理规模在当时已达4.5万亿美元，占全球基金资产的一半以上，全球前十大基金公司中，美国公司占据7席。

纽约机场到了，代表团马上就要真正踏入美国金融业的心脏地带了。

打开舱门，东海岸温润而夹带着寒意的海风扑面而来，13个人带着新奇和期待，走下了舷梯。

为期一个月的培训经历和见闻，对这批学员形成了强烈的冲击，以至于在20年后，他们仍然记忆犹新。在新泽西州的蓝天白云下，学员们近距离感受了发达资本市场的运转情况，也对一个强大的资产管理行业的面貌有了认识。

授课内容方面，美林证券安排得很充分，美国共同基金业发展、投资基金信息披露的法律问题、投资基金的监管、监管体制中对利益冲突的控制、市场营销、估值、托管等都有涉及。从开放式基金、货币基金等各类品种到立法、制度设计，都在学员心中播撒了种子。

刘建平很有紧迫感，他回忆这一个月的学习非常紧张，因为都是英文的材料，天天晚上回去之后还要再看，而且最后还有一场考试，整个过程既让人期待又挺有压力。

讲师团中，既包括美林证券内部的资深人士，也包括美林证券的重要合作伙伴派出的代表，其中有已转任律师事务所合伙人的美国证券交易委员会（SEC）前投资管理部（相当于基金部）主任，甚至还请来《1940年投资公司法》起草小组的一位成员。老先生当时年龄已

经很大了，走路都不稳，他还亲自为学员讲述这部法是怎么来的，怎么起草的。现身说法的效果让在场的年轻的中国基金业从业者深受震撼。

莫泰山深有感触，对于制度设计人员而言，亲身到一个发达国家、得到有效监管的市场考察学习，对思考中国基金业今后的道路选择非常有帮助。

作为监管者，当时的关注点主要落在如何做好基金监管，如何保证行业规范运转。

比如，彼时中国发行的基金都是契约型基金，莫泰山就会比较关注这一点：为什么美国会是公司型基金，而且在基金层面设立独立董事？当时交流的不少话题，就集中在这方面。

对于这一问题，那位美国证券交易委员会前投资管理部主任的解答，给中国年轻的监管者留下了深刻的印象。她的大意是，“一个国家选择什么样的基金运作和监管框架，可能取决于法律沿革等很多因素。但作为监管者，无论面对哪种框架，永远要考虑机制是否有足够的能力监督和制衡”。她认为，这是美国基金行业乃至美国整个国家运转良好的重要原因。

这一席话让莫泰山回味良久。他最终得出的结论是，对于基金运作，其实不用拘泥于哪种形式，关键是公司治理。

不过，若干年后，独立董事制度也被引入了中国基金业。

最后，全体学员还被组织参加了一次美国基金业资格考试。如果考试合格就能取得在美国推销基金的资质，这也算是培训取得的一个成果。结果是，全体成员都通过了考试，取得了美国证监会的第六系列证书。

---

1. 《中国工商银行史》编辑委员会：《中国工商银行史》，中国金融出版社，2008，第513页。

1. 范勇宏：《基金长青》，中信出版社，2013，第12页。

1. 王益：《证券投资基金研究文集》，金融出版社，1999，第294页。

## 第二节 1999年 试点清理吐故纳新

### 基金队伍扩编

1999年，中国证监会新批准设立了嘉实基金、富国基金等四家基金公司，当年又是基金发行大年，基金数量迅速增加到了22只。同时，对发行规模也放宽到了30亿元。至年末，行业总规模已跃升至484.2亿元，这是老基金时代望尘莫及的。

1999年6月7日，经中国证监会批准，华安基金、博时基金将各自发行规模为30亿元的安顺基金和裕隆基金，开创了同一基金管理人管理两只基金的先河。9月27日，经证监会批准，国泰基金、长盛基金、大成基金、富国基金等公司将各自增发30亿元规模的新基金。

9月，在北京大学光华管理学院举办的中国投资基金高级论坛上，中国证监会首任主席刘鸿儒在发言中盘点了新基金试点的成效。

首先，证监会高起点、高标准地批准成立基金公司。在第二批试点基金管理公司筹建审核过程中，针对部分信托投资公司资信状况达不到要求的情况，及时调整发起人组合，吸收三家资信较好、无违规记录的证券公司，替换9家不具备资格的信托投资公司，降低基金试点风险。

其次，严格要求基金公司与股东在人员、资产方面相互独立，严格限制基金公司自有资金使用范围，杜绝大股东对基金公司施加不当影响。

更重要的是，在治理结构上，中国证监会摸索和推广了股东平均持股组建基金公司的模式。

在前6家设立的基金公司中，有一家股权分散型公司，即博时基金。刘鸿儒认为，实践表明，分散股权能更好地防止股东直接或间接干预基金公司运作，应当推广这一模式。后续试点成立的几家基金公司都应以平均持股方式组建。

当时，基金公司内部管理架构设计事实上采取的是总经理负责制，有的基金公司在公司章程中还规定，发起人需要签署一份《保证基金管理公司独立运作承诺书》，董事长不应对公司具体的投资决策等事宜进行干预。

看似与公司运营常规有所抵触的地方，正是监管部门在当时环境下，煞费苦心为打造基金公司独立性、真正维护持有人利益而创造的条件。

基金公司是“受人之托，代人理财”，涉及千千万万的中小投资者。证监会时任分管副主席就曾疾呼，我们要培养中国第一批真正意义上的专业机构投资者，不要把证券公司那套不良风气带进来。

而防止一股独大，防止股东干预，正是这项制度设计的目标。

当然，世界上没有一种完美的治理模式。无论是绝对控股型基金公司，还是均股型基金公司，在实践中都体现出各有利弊的一面。

而在新基金迈出第一步之后，管理部门也在1999年开始有意引导基金品种的创新。当年7月，首批指数优化型基金，基金兴和和基金普丰分别在上海证券交易所和深圳证券交易所上网发行。

所谓指数优化型基金，是指基金通过指数化投资和积极投资的有机结合，力求基金收益率超越我国证券市场的指数增长率，如基金兴

和是以上证综指为参考。换句话说，这可以理解成指数增强型基金，但在投资范围上，它们要比现在的指数增强型基金所受限制更小，投资更灵活。如基金兴和就是根据对大势的研判，确定指数化投资部分和积极投资部分的仓位。

基金普丰的规定更细致一些，基金资产的50%以指数化形式、按深圳A股综合指数股票构成及数量比例投资，但基金管理人可以在一定范围内调节指数化投资部分的比例，该部分投资不得低于基金资产净值的30%。另外50%可以投资于深沪两市绩优股、成长股和具有良好发展前景的股票以及债券。

可以说，囿于当时的环境，同时因为缺乏良好的标的指数，这两只基金均非真正意义上的指数基金，要一直到2002年7月上证180指数的推出，才让指数基金有了生长的土壤。

在该年下半年，第一只开放式指数基金——华安上证180指数基金也应运而生，并顺利完成募集，首发规模超过30亿元。

在早期中国指数基金的拓展中，天同基金公司也做出了重大贡献，在时任总经理马志刚的带领下，天同基金积极在指数基金领域布局，推出了诸多领先的产品。

新基金一派欣欣向荣的景象，也让数量众多的老基金找到了救赎之路和信心。

按照1997年年末的全国金融工作会议精神，需要整顿金融秩序，化解金融风险，而清理规范老基金正是题中之意。

## 清理规范老基金

1997年11月17日到19日，全国金融工作会议在北京召开。这次会议级别高，参与人数多，包括各省政府领导，分管金融工作的副职，各大金融机构负责人，党中央、国务院有关部门负责人。

时任中国人民银行行长的戴相龙，2010年在《中国金融》杂志上撰文回忆了这次会议的来龙去脉。

此次会议，其实中央早在年初即有设想，而1997年亚洲金融危机的爆发，也让领导层愈加重视防范和化解金融风险的工作。

会议集中讨论了中共中央、国务院起草的《关于深化金融改革，整顿金融秩序，防范和化解金融风险的通知》（以下简称《通知》），核心内容是：撤销中国人民银行省级分行，设立跨区域分行；成立中央金融工作委员会，大型国有金融机构党组织实行垂直领导；加快国有大型金融企业商业化改革步伐，改变金融企业的混业经营；整顿金融秩序，化解金融风险。

这实际上涉及我国金融体制的重大变革。正是在这次会议上，中央提出了严格执行银行、信托、证券、保险业的分业经营和分业管理原则。

基金及证券机构的监管职能被划至证监会，正是在这一大背景下发生的。而对老基金的清理整顿，也在整顿金融秩序、化解金融风险的大幕下启动了。

1997年12月6日，中共中央、国务院正式发布《通知》。《通知》指出，“有些地方和部门设立大量非法金融机构”，“股票、期货市场违法违规行为大量存在，一些地方擅自设立股票（股权证）交易场所，隐藏着很大的金融风险”，“金融风险突发性强、波及面广、危害极大，一旦爆发重大问题，就会危及经济、社会甚至政治稳定，严重影响改革开放和现代化建设的进程”。

按照《通知》精神，中国证监会立即组织学习，统一认识，抓紧部署，贯彻落实。

两天后，中共中央办公厅、国务院办公厅再次下达通知，要求成立全国“深化金融改革，整顿金融秩序”12个专题小组，其中就有清理整顿场外非法股票交易和整顿证券期货市场工作小组，由时任证监会主席周正庆担任组长。其工作范围归纳起来就是“一个改革、五项清理”，即证券监管体制改革，清理整顿场外股票交易市场、清理整顿证券交易中心、清理整顿证券经营机构、清理整顿期货市场、清理整顿原有证券投资基金。[注]

除上海、深圳外，其他地方不再设立新的证券交易所，清理和撤销在北京、天津、武汉设立的证券交易中心和报价系统。

一令既下，千军万马调动起来。

甫一接触老基金，证监会基金部的工作人员第一个感觉就是，想不到那么复杂，什么情况都有。

中国人民银行一份统计数据显示，全国共有75只老基金，47只基金类证券（受益券、组合凭证），分布在23个省（市）。共有投资者120多万，平均每只基金1.6万多户（按账户统计），数量多，分布广，这是清理工作的第一项挑战。

从基金市场的三类角色（发起人、管理人、托管人）来看，参与机构众多，成分各异，设立不规范，这是清理工作的第二项挑战。

仅发起人就有100家，其中银行7家，银行所属信托公司25家，一般信托公司26家，证券公司20家，保险公司3家，财政机构1家，一般企业16家，各类成分机构都有。

基金管理人为65家，信托公司作为管理人的有17家，证券公司13家，一般企业17家，其中还包括未获得中国人民银行总行颁发的《经营金融业务许可证》的基金管理人10家。

托管人52家，其中银行18家，银行所属信托投资公司16家，一般信托公司14家，证券公司3家，保险公司1家。可见，银行及其所属信托公司充当托管人的比例较高，也为后续规范基金市场提供了条件。当时的工商银行、农业银行等体系内都有老基金的业务。

此外，这些基金资产大多投向实业和房地产，业绩估值的标准和透明度都不高，而且变现困难，这是清理工作的第三大挑战。

当时，在基金监管部任职的李霞、刘建平、吴敏文等担负起了这个重任。

面对这看似剪不断、理还乱的老基金困局，基金监管部根据证监会统一部署，秉承大胆进取、稳妥发展的原则，成立专门工作小组，开始了剥丝抽茧的持久战。

第一步，先派人员进行调研，摸摸家底。

先是频繁前往各地摸底调研，约请各地政府相关部门、原证券监管办公室、原经济体制改革办公室、中国人民银行分行等相关人员，再叫上当地基金的管理人一起开会商讨。询问情况，请他们报家底：目前有多少资产？这几年收益怎样？现在估值怎样？因为当时老基金投的很多是房地产，估值并不规范。

会议的前半段开得其乐融融，管理人汇报时都不说问题，包括对外披露的信息也是如此。但当证监会工作人员表露来意，说要清理老基金时，基金管理人就迅速转变话风，都说其实是亏损的。当时房地产业正处低迷，而且房产流动性差，想出手也较难。

一圈摸底调研下来，老基金的情况逐渐开始清晰，对其整体印象开始形成。

印象一，设立不规范。

全国75只基金，只有4只是经过中国人民银行总行审批同意设立的。

印象二，资产结构不合理，质量较差。

投向上缺乏监督，大多投向实业股权、房地产等，证券投资比例普遍偏低，平均为30%。

印象三，运作不规范。

事后，有份统计显示，有23只基金的管理人和托管人合二为一，还有9只基金没有托管人，基金资产和管理人资产混用，基金资产安全性很差。

印象四，交易方式混乱。

许多基金是在缺乏法律基础的地方证券交易中心挂牌的，随着这些交易中心逐步被清理，这些基金也即将被摘牌。

印象五，规模太小。

75只基金平均规模8000万元，47只基金类证券平均3000万元，过小的规模使基金投资组合空间狭窄，不能在资本市场和证券市场上发挥应有的投资融资、稳定资本市场的作用。

印象六，上市基金总体业绩有所下降。

20多只上市的老基金不少投资于受经济调整影响的实业领域，平均每股净资产1998年中期比1997年中期下降了64.38%。

在摸清情况后，紧接着第二步就是要设计清理方案。但面对这些数字和印象，出现了不同意见，两种说法汇聚到了证监会。

一种说法是，这些年来绝大多数老基金不规范，资产质量差，资产调整起来十分困难，担心“不捅则已，一捅就乱”。

另一种说法听上去很积极：之前清理场外非法交易场所虽然很难，但没有出现大的问题，清理老基金同样问题不大。

前者是明显的畏难情绪作祟，后者考虑问题过于简单。

无论是将原有基金关闭清盘，还是按新基金的标准将其转型，在基金亏损的条件下，需要填补原有亏空，需要将基金投资于实业、房地产这部分难以变现的资产置换成高流动性的资产，如现金。

显而易见，单靠原有发起人的力量不足以完成清理的目标。

怎么办?

按照传统行政思维，就是向国务院申请安排专项资金，让财政部安排专项资金，请求中国人民银行安排专项贷款，这在以前都是这种工作方式。但是在商业化的基金市场上，想申请巨量资金来填补亏空显然不具备可行性。

清理工作似乎就要陷入僵局。

所幸群众的智慧是无穷的，清理人员在摸索中，慢慢形成了后续全面清理规范的方案雏形，也即在发展中解决问题，运用市场化手段，引入外部各方力量来参与解决老基金的清理规范。

有很多基金是亏损的，谁愿意来接盘?

为了调动机构积极性，当时设计的方案是，无论哪家机构协助清理了不良资产，在未来都有机会成为新成立的基金公司股东。一个有意思的现象是，在这一阶段成立的很多基金公司，股东数量不仅多而且复杂。以易方达为例，成立之初，广东证券、广发证券、粤财信托、天津信托以及重庆国际信托等不同区域的机构成为其股东，均为当时老基金清理工作做出了贡献。

对于已经成立的基金管理公司，政策上则鼓励它们参与清理老基金的不良资产，将基金组合变成流动性资产，成为一个规范意义上的证券投资基金，同时在此基础上申请扩募，清理的可能是只有几千万元的老基金，但扩募后能发到5亿元。规模上来了，管理人的收入不就有了吗?

又比如，想加入基金市场的其他金融机构可以参与清理，在符合条件的基础上，可以批设这些机构发起设立新的基金管理公司。在这个背景下，老基金似乎已经不再是负担，而是一个个香饽饽。

事隔近20年，刘建平回忆起清理老基金这一过程，认为当时的制度设计巧妙，达到了多方共赢的效果。

农业银行托管部领导郭辉则用“门票制”这三个字，点出了这项制度的精髓：既没给国家找麻烦，又把市场搞得平平稳稳、顺顺当当，参与机构出了钱，还很高兴。

吴敏文也回忆道，国务院办公厅在批转这个清理方案之前，领导专门听取了一次汇报。作为方案的重要起草人，他和当时基金部领导黄红元一起去做了详细汇报。清理老基金这一役，吴敏文认为，这是用中国特色的方法，解决中国特色的问题，清理效果非常好，不会带来历史隐患。

由于找准了方向，这一政策利斧劈下去，正中纹理，接下去自然就能势如破竹。

1999年3月，国务院办公厅转发了中国证监会《原有投资基金清理规范方案》，要求按照认真清理、严格规范、区别情况、妥善处置的原则对原有投资基金进行全面清理规划，清理规范工作拟定于2000年6月底以前完成。[注]

4月19日，中国证监会趁势召开清理规范原有投资基金工作会议，时任副主席陈耀先在会上下达命令：第一，以本次会议为起点，往后推30天，5月20日之前必须上报清理规范方案；第二，原有投资基金在资产调整过程中，如果因某种原因确实不能按时完成的，要如实向中国证监会报告，由证监会研究后再批复；第三，全部完成原有投资基金的清理规范工作，仍按国务院规定到明年6月底。

陈耀先要求，不论辖区内老基金有多少，清理任务有多重，都要一只一只地调查摸底，制定方案，一个一个去规范，不放过任何一个环节。真正做到精心筹划、步步落实、及时沟通、完满解决、善始善终，把证券期货市场的清理规范工作的最后一项任务完成。

最终，这一制度设计有效调动了各方力量，各类金融机构、已试点成立的新基金管理公司、托管银行都纷纷加入清理规范老基金的队伍中来。

但由于无论是参与清理的机构，还是监管部门，对于如何清理老基金乃至合并转型成新基金，大家都是“大姑娘上花轿”——头一回，更多细节的处理都是在实践中具体摸索调整的。

比如说，清理规范的关键是基金资产组合的质量，那么，高流动性资产需要达到多少比例，才能转为新基金?

证监会定下的原则是，资产的流动性要高，不能有不良资产，并不是一定要求其流动性、变现性都达到100%。但由于这方面还没有经验，需要一边调整，一边研究分析。

农业银行托管部领导郭辉曾多次赴湖南参与清理当地老基金，在他的记忆中，他当时和监管部门的沟通非常密切，一有问题就一起商量办法，有了突破后，基金部的同志再去找分管主席，郭辉就回去找农业银行领导汇报。

在清理规范老基金之始，没有现成的案例和操作流程，就是边做边汇报，来来回回，一个方案要沟通数十次，真的是“摸着石头过河”。

而以农业银行为代表的几大银行在清理规范老基金中也做出了重大贡献。比如，本着“谁家的孩子谁抱走”的思路，农业银行对自己系统内曾发起设立的基金，都责无旁贷进行清理。

除此之外，它还参与清理其他老基金。这种积极的态度使农业银行在那几年封闭式基金的托管市值上增长非常快。根据银河证券数据，1998年年末，农业银行托管市值为22亿元，与建设银行持平，但到1999年年末，就迅速增加到138亿元，仅次于工商银行。

在郭辉的记忆中，那段时光是涂抹着金色的年华，是激情燃烧的奋斗岁月，市场机构和监管携手改革创新。

他对继任托管处处长的金旭印象深刻，这一批监管者的心胸很宽广，愿意和市场一起探讨，大家都很有心气，怀着对未来的信心来推动这些改革。

## 清理方法各异

在1998年下半年，之前发行的部分基金类证券，如国库券受益券注即将期满，对这些老基金采取清盘方式，可以达到释放风险的目的。

1998年12月21日，广证93国库券再投资受益券、海南银通93国库券再投资受益券分别发出终止公告，将于1998年12月31日期满终止，“广证受益”、“银通受益”将从南方证券交易中心摘牌。同时，两只老基金的发起人等组成清算小组。

12月23日，君安93国库券再投资受益券也在《中国证券报》和《证券时报》上刊发清盘公告，将于当年12月28日期满终止，君安受益（交易代码4006）将于12月29日在深圳证券交易所停止交易。

这批老基金同时成立清盘小组，并拟定清盘方案，对不良资产的处理工作多由发起人承担。

如广证受益清算小组就于1999年1月11日在广东证券基金部的会议室召开会议，讨论并通过了清算方案。由于广证93国库券再投资受益券还有1000多万元应收账款未收回，如在清算期内仍未收回，将由发起人广东证券承接。

从1999年2月开始，这批老基金的公众持有者开始领取清算资金，至此，老基金中的基金类证券到期清盘告一段落，清理规范工作平稳迈出了第一步。

接下来，就开始对未到期的老基金进行清理规范。

1999年9月3日以来，湖南三家老基金——湘国信基金、湘证基金、巨博基金先后发出公告称，将进行资产置换和更换基金管理人，并申请在南方证交中心摘牌以及在上海证券交易所和深圳证券交易所上市。这掀起了老基金清理的巨浪。此后，各地的老基金清理方案迅

速成型上报，由当地人民政府审批，上报中国证监会、中国人民银行备案，中国证监会组织专人逐省批复，逐个落实具体方案。

吴敏文回忆说，清理动作比较快的有深圳、广东、湖南，这些地方的老基金清理速度快、效果好，给其他地区树立了样板，有力地促进了老基金清理工作。

2000年6月7日，淄博基金发布公告称，将与重庆三峡投资基金、沈阳通发投资基金在持有人大会表决通过后，合并为汉博证券投资基金，由富国基金公司管理。

作为老基金中的代表，淄博基金的谢幕也具有历史意义。

时任富国基金管理公司副总经理的谢卫，正是富国基金公司清理收编老基金的负责人，曾亲赴山东与淄博基金方面谈判。在一切尘埃落定之后，淄博基金负责人百感交集，谢卫握手告别对方，那一刻，仿佛一个时代在告别另一个时代。

时任证监会主席的周正庆在回顾这段历史时，对包括老基金在内的清理整顿工作概括了五条成功经验。

第一，中央高度重视，正确领导，集中部署，较好地统一了各方面的思想认识，这是清理整顿得以顺利开展的根本保障。

第二，在清理整顿方案制定和实施过程中，用了大量的时间反复调研，听取意见，基本摸清了风险隐患和问题的症结，明确了清理整顿的目标，及时确定了行之有效的政策措施。

第三，采取“先降温、后处理”的办法，逐步化解风险，避免矛盾激化。

第四，按照实事求是、疏堵结合的原则，扎扎实实地逐户落实清理整顿方案，一个一个解决问题，消除风险，区分不同情况，分类指导，先易后难，各个击破。

第五，依靠地方政府，充分调动各方面积极性，及时消除风险隐患。

如果从1998年调研、基金券清盘算起，这一轮清理工作前后共花了三年多时间。进入2000年以来，老基金的清理步伐也在加快，全年未发行一只新基金，但有36只老基金经改制并扩募成11只新基金，使基金数量达到了33只，总规模达到了845.62亿元。

2001年4月，随着沈阳兴沈、久盛和富岛三只基金摘牌，最后一批老基金告别市场，至此，老基金的清理规范工作基本结束。

老基金的清理规范，现在看来一举两得，一方面消除了投资基金原有的隐患，另一方面壮大了行业，为市场引入了新增资金。

当时正处于吐故纳新阶段的基金业，在随后的“5·19”行情中，抓住机会一展身手，让市场充分认识到了基金作为专业机构的投资能力。

这一波行情让人印象深刻，以至以后每年的5月19日还会屡屡被人提及。“5·19”行情以网络股为突破口，从上证综指1000多点起步，以此为契机，逐步演化成全面牛市，一直延续到2001年6月14日，上证指数在盘中冲到了2245.44点的历史最高位。

年轻的中国基金业充分展现了抓住市场机会、调研公司选股的能力，得到了市场的认可，这也为两年后基金主导“五朵金花”行情埋下了引子。

## “5·19”行情

1999年5月19日，一个普通的星期三，上午股市依旧风平浪静，一切看上去没有什么不同。

事后被认为有征兆可寻的是当天《上海证券报》在头版头条刊发的报道《网络股能否成为领头羊》。报道称：年初以来，共50多家上市公司宣布以不同方式进入网络和相关产业领域……互联网普及就在眼前，商机不可估量。

到了下午，风云突变，开盘后场外资金蜂拥入场，股指直线拉升，东方明珠、综艺股份、中信国安等网络股领涨，市场骤然升温。在网络股勇往向前的带领下，疲弱的股市突然爆发，拉开了气势磅礴的“5·19”牛市行情的序幕。

当天，上证综指上涨49.2点，大涨4.64%；深证成指上涨127.56点，大涨5.03%。市场成交量翻番，股票几乎全线上涨。

之后证券市场持续放量上升，到5月底，8个交易日内，沪深两市上涨超过20%，上证指数在盘中已攻破1300点。一个月后，到6月30日，上证指数在盘中上涨到1756.18点，上涨幅度达65.69%。

这是中国证券市场在沉寂了两年多后，突然开始的井喷式上涨行情。一切看似突然，犹如天外飞仙，但其实有迹可循。

更深层次的原因，在政策方面。

1999年上半年，股票市场已经经历了近两年的盘整行情，整体一直处于下滑状态。相比1998年6月的阶段性高点，上证综指、深证成指分别下跌25.4%、39.4%。这种跌法是很少见的。

证监会应该怎么办？这个严峻的问题摆在了时任证监会主席周正庆面前。

若干年后，他在《中国证券报》上回忆道："那时有两种观点。一种观点认为，不干预。证监会只管监管，市场好坏与其无关。但我带领证监会领导层经过认真调查研究分析后，持另外一种观点：证券监管部门面对下跌局面，不能听之任之，要积极主动、旗帜鲜明、态度坚决地采取有效政策措施，推动市场健康发展。资本市场是社会主义市场经济的重要组成部分，必须要搞好。如果市场低迷，资本市场就无法发挥功能。投资者买股票就赔，买股票就被套，谁还买呀？……我们经过认真研究分析，摸清了股市持续低迷、非理性下跌的原因，有针对性地出台了新的政策。"

1999年年初，证监会酝酿了一份《关于进一步规范和推进证券市场发展的若干政策的请示》，提出"改革股票发行体制、逐步解决证券公司合法融资渠道、允许部分具备条件的证券公司发行融资债券、扩大证券投资基金试点规模、搞活B股市场、允许部分B股H股公司进行回购股票的试点"等六条主要建议，希望引导股市走出低迷。

股市低迷除了市场信心不足外，缺乏机构投资者也是重要的因素。文件中提出的扩大证券投资基金试点，就是要加快发展机构投资者队伍，使它们在市场中的份额不断扩大。

后经反复开会讨论，国务院也开会讨论，有关部门也一起参加讨论。5月16日，国务院批准了这份文件。

5月初，中国驻南斯拉夫联盟大使馆遭到轰炸，中美关系一时极度紧张。受此影响，市场也一路下挫。5月18日，沪深指数分别跌至1059点和2534点的低点。

所谓物极必反。六项政策的出台对引发“5·19”行情起了重要的导向作用。

1999年7月1日，《证券法》正式实施，由于担忧查处坐庄等行为，沪深证券市场急挫，沪市狂跌128点，下跌超过7.6%，也宣告了“5·19”行情的初步结束，由此市场开始了约半年的调整期。

而在1999年下半年，还有多项政策密集出台，为后期市场再创新高奠定了基础。

9月8日，中国证监会发布《关于法人配售股票有关问题的通知》，允许国有企业、国有控股企业和上市公司三类企业资金进入股市二级市场，但其资金来源和买卖行为都受到限制，买卖间隔时间必须在6个月以上。

10月25日，国务院批准保险公司可通过购买证券投资基金间接进入证券市场，不断为市场引入资金。

## 崭露头角的明星投资人

在1999年的这一波行情中，年轻的中国基金经理开始崭露头角。

以华夏基金为例，当年兴华基金成立后实行基金经理小组制，时任副总经理戴勇毅总负责，戴勇毅、王亚伟、林浩、王宁、余明泉负责股票投资，江晖负责债券投资，郭树强负责交易。

5月19日，基金经理开会讨论，大家认为下半年行情提前了，确信1047点是底部。虽然形势还不明朗，但大家最后决定，每次回调只买不卖。

由戴勇毅、王亚伟、江晖等人组成的基金经理小组迅速行动起来。20日，兴华基金加仓东方明珠，在年初购买的基础上又大幅加仓，东方明珠在这轮行情中涨幅超过125%，为基金贡献了可观收益。

21日，兴华基金持续买入网络龙头综艺股份，6月10日，将前期卖出的上海梅林再买回。整个6月，上海梅林上涨了61%，后来这只股票在2000年1月上涨超过200%，成为当年的第一匹黑马。

兴华基金买入海虹控股，但在调研后感觉一般，6月21、22日两天全部抛出。[注]

陈光明在1999年同样抓住了网络股机会，当时还是东方证券研究员的他，向公司推荐了多只牛股，这些个股在2000年又让公司收益颇丰。

而基金的最低仓位制度设计，也使其整体不会踏空市场重大趋势变化。比如基金金泰就约定，基金投资于股票、债券的比例不低于基金资产总值的80%。

1999年夏天，如今功成名就的一拨明星投资人都已经纷纷冒头，出现在中国股市的各个角落。

低调的杨东，一直在默默地为兴业证券自营大把赚钱，直到2003年成立兴业基金，他才在公募基金业显山露水。王亚伟、江晖则是公募基金业第一代基金经理，1998年时就已经是华夏兴华的基金经理小组成员。淡水泉基金的赵军，那年正逢研究生毕业，加盟了原先实习所在的中信证券资管部。还没毕业就已参与筹建东方证券资管部的陈光明，1999年刚跨出校门不久，正忙着调研，在美的电器整整忙了一个月。以挖掘投资茅台、苏宁等一大批成长股知名的富国基金总经理陈戈，是中国第一代研究员，此时正在君安证券，作为一名农业研究员，忙着和作假的农业明星股斗智斗勇，磨炼自己的招式。

而在陈戈那几届的上海财经大学毕业生中，群星璀璨，一个个名字都是如雷贯耳：陈戈，尚志民，易阳方，张晖，曹名长……毕业后尚志民曾任职上海证大，易阳方奔赴广发证券，张晖加入了申万研究所，曹名长曾任职于君安证券、闽发证券等券商。

若干年后，这批人不约而同地跨入公募基金业，成就了一幅璀璨的投资群星图。

还是回到1999年，客观地说，“5·19”行情期间，投资者对互联网认识得并不深刻，存在很多误区。像上海梅林，只是开辟了网上卖水的业务，沾了网络股概念的边，股价就被疯炒。

就像陈光明在事后总结的，即便是机构投资者，当时主要还是基本面趋势投资。

所谓基本面趋势投资，重点在“趋势”两个字上。但这相比于当年炒股只看盘子大小、有庄无庄的做法，已经前进了一大步。

对这一点，身处A股市场实际操作资金的王亚伟深有感触：“基金的进入其实打破了市场原有的这种格局，或者其实那时候还没能打破，只能说是一股新生的力量，但这个力量相对来讲还比较弱小，而且是被原有力量所排斥的。”

“所以，那时候基本上说‘防火、防盗、防基金’，就是某只股票一旦发现有基金持仓，就不会有人买了，为什么呢？因为有基金在里边，庄家就不会去碰了；庄家不碰的话，这个股票就不灵了。所以在当时的环境下，基金肯定会较为势单力薄，因为你买的股票大家不认可，马上会躲着。”王亚伟继续说道。

对于市场公认的“2003年是价值投资元年”，王亚伟认为：“可能它还是一个从量变到质变的积累，到2003年出现了一个集中爆发。基金

的力量在逐渐壮大，它成为市场中相对来讲更加重要的群体。在那种市场环境里，大家选择“五朵金花”这些股票，因为它们本身质地优良，确实具备上涨的基础，也是选对了。虽然你力量强，但选的公司不行，那也没用。”

范勇宏在《基金长青》中也回忆了“防火、防盗、防基金”的由来：“当时市面上还没有卖方研究报告，能够参考的只有《中国证券报》《证券市场周刊》等一些报纸杂志，但这些媒体上的文章主要是研究某些股票图形的技术走势，分析哪家券商在坐庄。我们就自己组织研究员撰写上市公司调研报告，对研究员提交的报告，基金经理采取打分形式给予评价和反馈，对季度得分最高的前两名给予奖励。”

“为更深入地研究上市公司，我们坚持去上市公司实地调研，深入了解经营状况，以便做出投资与否的判断。但上市公司普遍不喜欢基金公司实地调研，甚至比较反感。基金经理去调研经常吃闭门羹，只能托关系找熟人。上市公司即使同意我们去调研也是敷衍了事。”

“在当时的环境下，只有极少数上市公司较早建立了维护投资者关系的意识。上海汽车是第一家主动邀请基金公司去实地调研的公司，组织了华夏基金、南方基金、华安基金三家基金公司去调研。”范勇宏继续写道。

徐智麟也向记者讲述了同样的遭遇：“上市公司对于接待来调研的基金公司并不热情，相反还有一些不情愿或是抵触。因为对于基金入驻的股票，坐庄的都是避之唯恐不及，因此，那些希望自己股票能有所表现的公司自然不希望基金来买。”

市场上慢慢就传出了“防火、防盗、防基金”的说法。事实上，每个特殊的历史阶段都会有相应的标签。在2005年的漫漫熊市中，也出现了“远离毒品，远离股市”这样的调侃语，历史往往在转折之前考验人们的耐心。

除了研究政策面，基金经理也认识到基本面的重要性。“5·19”行情延续时间并不长，之后大多数网络概念股被打回原形。只有基本面好的公司，其股价才具有可持续性。那些“讲故事”的股票可能一时风光，但股价最终“从哪里来，回哪里去”。基金经理从此更多地研究上市公司的盈利模式和财务数据，这些变化为后来基金经理扛起价值投资的大旗奠定了基础。

说到投资理念的摸索和形成过程，有一个人对早期的中国基金经理产生过重要影响，他就是曾任嘉实基金投资总监兼泰和基金经理的波涛。

任职于富岛基金的冯天戈对波涛印象深刻，波涛曾经到富岛基金公司给当时的投研队伍做过培训，对接受培训的每个人都形成了强烈冲击。

时至今日，冯天戈还记得波涛对他们强调，要靠预期差赚钱，要比别人了解得更深一点，看得更准一点。他把量化思维，还有行为金融学、博弈论的一些分析方法带到国内，让投资理论的基础更扎实，策略更多样化，形成了有系统的投资框架。他在国内出版的三本书，富岛的团队都认真学习过。原富国汉鼎基金经理徐大成也曾对外界提及，波涛的三本书，对当时的他帮助很大。这三本书，就是波涛所著的《系统交易方法》、《证券期货投资计算机化技术分析原理》、《证券投资理论与证券投资战略适用性分析》。

作为美国纽约州立大学经济学及金融学博士，波涛在海外拥有十多年金融、证券从业经验，他在书中介绍了相对成型的理念和思路：职业投资人需要具备客观化、系统化的投资决策体系，定性化、定量化、模型化的价值评估体系，力争长期持续且稳定地获取不低于市场回报的投资组合，简单地说，就是分散化、规范化、科学化、长期化的投资，并且要随着市场数据统计特性的变化不断修改自己的投资系统。

在当年，大家普遍处于埋头摸索状态，市场上充斥着来自中国台湾的技术分析书籍，波涛融风险-收益分析、基本面分析、技术分析、心理分析为一体的系统交易方法，让人豁然开朗。这也就是洪磊在与波涛见面聊了三次之后，就坚定不移地支持这种科学化价值投资理念的原因。

借助于包括波涛的方法在内的一系列方法，这一批基金经理人开始努力重构、优化自己原先单薄的投资理论框架。事实上，在市场各个阶段，基金的投资业绩相比市场都要出色得多，即便是扣除了新股配售的贡献后。从数据统计来看，1999年，基金平均净值增幅为38.51%，远超过沪深两市19.18%和14.25%的上涨幅度，2000年更是高达47.9%。

2001年随着牛市谢幕，基金平均亏损达到了14.46%，但也远低于沪深两市20.62%和30.03%的指数跌幅。即便在扣除新股配售的因素之后，依然战胜了市场。

## 启动《基金法》起草工作

随着基金队伍的扩容，特别是投资基金能促使储蓄转化为投资，在中国经济改革和企业竞争力增强过程中发挥重大作用的背景下，仅仅靠一部《暂行办法》去调节各方面法律关系已捉襟见肘，而且《暂行办法》仅仅针对证券投资基金，产业基金和创投基金也有待一部统一的法律去规范。

如果将视角放到一个更宏大的时代背景下，动议起草《基金法》的年代，也正是中国金融立法逐步完善、证券市场建章立制的阶段。

1993年即已启动《证券法》、《信托法》的起草工作，1994年7月1日《公司法》正式施行，1999年7月1日《证券法》正式施行，同年出台了《合同法》。《信托法》立法过程更长一些，直到2001年才正式颁布，《基金法》是上述这些法律的“姊妹法”，它们之间既有区别，又相联系。

1998年11月，全国人大财政经济委员会在北京龙泉宾馆召开了第一届投资基金立法的国际研讨会，决定向全国人大常委会提交制定《基金法》的建议。

根据财经委的建议，经全国人大常委会研究决定，《基金法》被正式列入九届全国人大常委会立法规划之中，由财经委负责组织起草。

1999年3月30日，人民大会堂内蒙古厅，财经委在此召开了《基金法》起草小组成立大会，确定了规模庞大的组织班子，设立了三个小组，分别为起草领导小组、顾问小组和工作小组，基本囊括各界精英。

领导小组成员是：王书明，王春正，邓楠，厉以宁，刘鸿儒，江平，谷善庆，陈耀先，张肖，周道炯，柳随年，范敬宜，段炳仁，费子文，董辅礽，戴杰。

厉以宁（时任全国人大财经委副主任委员）任组长，张肖（曾任工商银行行长）、周道炯（曾任证监会主席）任副组长。

顾问小组由聘请的金融界、法律界、基金业界专家组成，工作小组是一个负责具体起草工作的班子，王连洲任组长，朱少平、曹凤岐为副组长，当时任职于证监会基金监管部的金旭、刘建平先后成为起草成员。

而金旭彼时也从证监会深圳专员办的岗位被调入基金部不久，参与起草《基金法》正是她回归的一个重要原因。1998年，起草《基金法》已基本达成共识，当时证监会在考虑基金部参与人选时，有人提到了金旭，说此人从北京大学法律系毕业，又曾长期在法律部任职，参与起草《基金法》是个合适的人选，但现在人在深圳，不知道愿不愿意回来。

时任副主席心直口快："那很简单，给金旭打电话。"

秘书拨通电话后告知金旭，副主席要与她通电话，副主席直截了当地说："现在有这么个机会，你回来吧？"

金旭则有些意外："我能考虑一下吗？"

"只给你半天时间。"

其实后来没用半天时间，金旭就回了电话，表示愿意前往基金部，就此加入这支描绘基金行业雄伟蓝图的队伍。

根据财经委的工作计划，争取在2001年年底前由财经委讨论通过《基金法》草案，将其提交全国人大常委会审议，争取2002年年底前由全国人大常委会通过。

至此，历时约4年的《基金法》起草工作终于拉开了序幕。

---

1. 参见《陈耀先同志在清理规范原有投资基金工作会议上的讲话》。

1. 周正庆：《亲历中国证券市场十年风云》，《中国证券报》2003年8月13日第7版。

1. 该券系由投资人以1993年五年期国库券认购，经理人将该国库券变现进行再投资，到期一次付清，每年固定回报的一种受益凭证。

1. 范勇宏：《基金长青》，中信出版社，2013，第38页。

# 第三章 退火淬炼（2000—2002年）

鲁莽和怯懦都是过失；勇敢的美德是这两个极端的折中。不过，宁可勇敢过头而鲁莽，不要勇敢不足而怯懦。

——《唐·吉诃德》

2000年，是新旧世纪交汇的节点；21世纪初的中国激荡着太多的憧憬。

纳斯达克互联网泡沫的破灭似乎并没有影响中国股市的攀升，沪深两市一直到2001年6月双双创下历史新高后，才掉头向下。

在21世纪的头几年，国家利好密集兑现。北京申奥成功，男足首次冲入世界杯决赛，更具历史意义的是，中国正式加入WTO（世界贸易组织），中国经济由此开始了一段快速增长的甜蜜时光。

无论是2003年、2004年的跨年度行情，还是2006年、2007年波澜壮阔的史诗级大牛市，要从基本面追根溯源，都可以定位到中国加入WTO这个原点。

在入世前后的时代背景中，基金业是金融行业内部创新、对外开放的先锋代表，各项法规密集发布，引领行业前进的步伐。

在基金试点平稳推进两年后，借力境外合作伙伴的支持，开放式基金的技术准备日臻充足。首只开放式基金华安创新在2001年正式获批发行，50亿份额不到一天被一抢而光。

基金管理公司发起人准入范围开始放宽；证券、信托之外的实业股东获得入场券；觊觎中国市场已久的外资，在入股基金公司细则发布后跑步进场；合资基金公司开始批量筹建；另一支血统相像的机构——QFII（合格境外机构投资者）的入场也已进入实质性操作阶段。

行业热切期盼的《基金法》在消除分歧、达成共识后，出台工作提速，草案已进入审议议程。

虽然这几年也有基金黑幕的插曲，但中国基金业在沉寂中反思，仍然按照自己的逻辑曲折前行，并不理会那些过于乐观或悲观的论调。

中国基金业在21世纪的开局，是在探索中寻求突破。几年间，立法先行，不断试点，结出了累累硕果，并为下一阶段的产品创新奠定了基础。

正如黄家驹在歌中所唱，“唏嘘的感慨一年年，但日落日出永没变迁”。年轻的中国基金业，还来不及感慨什么，在行色匆匆的5年旅程上，留下的是一条条跳跃上扬的曲线。

# 第一节 2000年 固其根本

## 基金法立法背景

事实上，人们推动基金入法的努力一直没有中断。

梁定邦[注]在为《〈证券投资基金法〉条文释义与法理精析》一书写序时，回忆起早年与朱镕基的一段对话。梁定邦说："到2050年，你不在这儿了，我也不在这儿了，但是那时的总理会问：'朱镕基在他当年有机会做事的时候，到底做了什么？'"

"如果我们现在什么也没做，那么到2050年，恐怕我们将无法供养60岁以上的中国人的生活。国家保障资金很快就会用光。如果只是放在银行里，我们不可能完全解决老龄人群的保障问题。"

梁定邦继续说道："解决这个问题的最好办法，就是在未来30年内让资金年回报率超过4%，甚至是8%。实现这个目标的唯一办法就是发展一个广阔的资本市场，其中，证券投资基金是为退休储蓄投资的最有力工具。"[注]

虽然投资基金就是满足这类需求的制度设计，但是，这并不意味着基金诞生之后，就能始终处于买方市场。

老基金为何成了"老大难"问题，厉以宁教授总结原因，其中一点就是没有一部及时、权威的规范基金业发展的法规，以及一个相对独立、统一的监管机构。

时任起草工作小组副组长的朱少平介绍说，早在1993年起草《证券法》时，就根据当时基金业的发展，对基金问题做了一定规范。但由于在立法后期，也即1998年下半年，有专家建议，考虑到原有投资基金存在较多的问题，新基金刚开始试点，没有经验，对于基金问题不宜直接在《证券法》中加以规定。

这一建议被立法机关采纳，以至于在最后通过的《证券法》中并未规范关于投资基金的内容，由此导致基金的设立与运作缺乏高位次的法律规范。

终于到了1999年年初，在业界、学者、人大代表的提议下，《基金法》被列入立法计划，成立了工作小组，正式启动了起草工作。

工作小组遍邀各路豪杰，现任股转系统总法律顾问的牛文婕，彼时在深圳证券交易所任职，也参与了这场基金业的盛事。法律功底深厚的牛文婕，早在20世纪90年代就参与过《证券法》起草工作，而且在深圳证券交易所任职期间，就发表过关于投资基金法律关系的论文，她从底层法律概念、关系入手，为《基金法》的架构提供研究建议。她撰写的《关于投资基金法律关系架构的分析》一文被刊载在2000年的立法参阅资料上。2002年，已在中国证券登记结算深圳分公司政策法规部任职的她，又根据新情况重新写成《证券投资基金法律关系架构的评析》，被刊载在经济立法工作简报上，供各级领导参考。

牛文婕对基金法律关系架构，特别是对托管制度有着深入的思考。她和当时身为起草工作小组成员的金旭，在许多层面达成了共识。回过头来看，当年的这些认识和坚持，对于中国基金业建立制度优势、20年来没有出现过重大风险事件起到了至关重要的作用。其中最重要的一点是：尽管公司型基金与契约型基金的基础法律关系不同，但两者仍有共通的原理，即托管人和管理人分别与投资人之间形

成或实或虚的信托关系，对投资人负有信义义务。她们提出，建议草案依此基本原理构建我国证券投资基金法律关系的架构。

简单理解，这也就是人们日后常说的基金业双重受托制，基金公司和托管银行都负有信义义务。如果基金公司出现问题，托管银行就必须站出来履行保护投资人的义务。

事实上，这条原则在《基金法》中得到了充分体现，也被视作中国基金业的生命线。

在工作小组的不懈努力下，草案第一稿渐渐成型。

但在起草之初，这部行业上下热切期盼的法律，一直面临着一个分歧，而这个分歧似乎从投资基金在国内诞生以来，就横亘在几大部委之间。

这就是，证券投资基金、产业基金、风险投资基金三类基金分属不同部门监管，在统一立法时需要协调各自的立场和诉求。

在不少亲历者看来，在《基金法》历时约四年的起草、修改、审议过程中，有三次会议至关重要，影响了整部法律的走向。

## 深圳会议

1999年11月，深圳，《基金法》起草小组举行首次国际研讨会。此次会议上，《基金法》（草案第一稿）首次亮相。领导小组的主要成员，国务院有关部门的负责同志，证券界、基金界、法律界有关专家，还有英国、美国、德国、澳大利亚等国知名的经济法学人士共约百人受邀出席，一起共商大计，就《基金法》起草提出具体意见。

这次研讨会也引发了外界的关注，“基金立法”、“《基金法》起草提速”等报道纷纷见诸报端。

提请专家讨论的草案第一稿，共分10章148条，内容包括：总则，投资基金当事人，基金的设立，基金份额的申购，赎回与交易，基金运作，基金的变更，基金的监管，基金业协会与基金投资人协会，法律责任等。

起草人员查阅了大量法律资料，“中国台湾《共同信托基金管理办法》，中国香港《单位信托及互惠基金守则》，美国《1940年投资公司法》，还有澳大利亚、英国的相关法律，都通读过好多遍”，起草工作小组成员金旭说，以至于到现在，好多法律法规都能信手拈来。

起草工作小组组长王连洲，在会上介绍了投资基金立法的主导思想。草案提出金融企业、工商企业和其他经济组织甚至自然人都可以参与发起各类投资基金，并承担相应风险；强调采用公募方式发起设立投资基金，须经国务院投资基金主管监管批准；采用私募方式发起设立投资基金，须经主管部门监管备案；对于基金监管，既明确职权范围，也强调对于监管活动的法律约束，以避免监管过程中可能出现的腐败现象。

“坚持三类基金统一立法，注意前瞻性”，这是当时起草小组经常挂在嘴边的口头语。

而在前瞻性方面，草案对开放式基金规则以及发起人范围限制，都提出了先见之明。

特别是关于开放式基金，“虽然当时还没有出现，但我们预计将来肯定是市场主流品种，因此，在那部分条款上花了很大精力。”金旭回忆说，“开放式基金的业务规则，从头到尾一笔一画把它写出来，从资质要求到托管、净值估值等。”

《证券时报》报道称，为期两天半的研讨会气氛活跃，与会代表畅所欲言。虽然代表们意见不尽一致，在有些问题上甚至分歧较大，但在一些问题上，与会者达成了共识。

报道中所称的“共识”，是指代表们一致认为，投资基金立法应以保护投资人利益为基本出发点；立法过程中要注重借鉴吸收海外的成熟经验；法案要以前瞻性为重要原则；法律条文要注意尊重市场规律，不能制约基金的自主市场行为和业务创新；在充分总结基金业经验教训的基础上出台法律。这些原则也进一步落实到了后续的修改之中。

报道中所指的“分歧较大”，主要是指三类基金如何统一立法。

会上讨论比较激烈。有专家赞同统一立法，认为我国的基金立法，应涵盖所有的投资基金，既包括证券投资基金，又包括产业投资基金和风险投资基金。

但也有意见认为，三类投资基金，在功能定位、募集方式、投资对象、运作规则以及政府介入的程度等方面，都存在很大的不同，很难在一部法律中做出统一规范。

不同基金业务归属不同部门管理，这三类产品究竟怎么规范？基本上难以达成一致意见，起草人员也难以将之统一在一个框架体系内。

《基金法》的进一步起草工作似乎就要陷入僵局。

这个难题摆在了起草领导小组组长厉以宁面前，最终，他提出了一个解决办法：总的原则还是要统一立法，但三类基金分头起草。

根据深圳会议的讨论意见，在进一步修改之后，2000年1月，《基金法》草案首次对外公开征求意见。这也是社会公众首次见到《基金

法》草案，当时已修改成11章127条。

“当时的初稿只是简单的拼凑，没有经过整合梳理。”刘建平回忆道。三类基金的主管部门本身就没有形成统一意见，将三类基金单独撰写再放在一起，整部法的体系紊乱、逻辑不清，拼在一起也难以融合，不是一个体系，包括总则、立法宗旨都很难协调。

## 宁波会议

由于《基金法》草案存在某些交叉重复，顾此失彼的立法技术问题导致更多争议。

在一部法律中，既要把三类基金都归纳进去，把方方面面该规范的行为都规范起来，又不致内容重复和交叉，并突出各自特色、满足各类基金发展需求，着实有一定难度。而更难的，是要取得各个主管部门的认可和一致意见。

于是《基金法》起草再度面临停滞的局面，2000年的宁波会议成了一道分水岭。

2000年6月，起草工作小组在浙江宁波举行工作会议，就在这次会议上，《基金法》起草工作出现了第一次重大框架调整。

面对混乱的局面，时任中国证监会顾问的梁定邦提出了一个让人眼前一亮的建议：如果在一部法中按照基金投资方向分别做规定有困难，不妨反过来，按照基金募集方式分别做规定。

按照基金的募集方式来区分，也就是说，不管哪类投资基金，不是公募就是私募——前者面对公众，后者面对特定对象。

这个意见得到了与会者的认可。事实上，这也是国际上通行的一种方法。于是，起草工作小组在以后的工作中，就将“向特定对象募集资金的基金”专列一章。

据称，起草小组曾就这个话题进行过调查，也曾讨论怎样对私募基金做出规范。但是后来发现当时不具备相关条件。

刘建平回忆，当时有人认为，私募基金与公募基金差异大，投资者承受风险能力强，不需要单独立法，可以适用《信托法》与《合同法》等法律。但也有人表示，私募基金很复杂，情况不明，立法时机不成熟，但可在《基金法》中留下修改空间。

如果要将私募基金纳入监管，就必须在法律里规定：哪些人可以设立这样的基金，私募基金需要具备什么条件，募集和成立的手续，运作过程中需要遵循哪些原则，怎么向投资者披露信息，怎么维护投资者的合法权益。这些东西都要有一个大概的法律框架以后，才能正式允许设立私募基金。

但是，就当时而言，监管部门还在调研过程当中，难以对这些东西做出比较细的规定。各部委对私募基金的监管归属意见分歧也较大。

后来通过的法律只是规定，基金可以向公众募集，也可以向特定的对象募集。具体的向特定对象募集的办法，授权国务院另行规定。

其实，在《基金法》草案中，有许多内容都曾经专列过一章，但最终都流产于草稿中。比如，关于公司型基金，当年的工作小组也曾参照美国的《1940年投资公司法》写过几章。“最初大家觉得公司型基金的治理结构优于契约型基金，可以更好地保护投资人利益。但工作小组后来还是发现，公司型基金在中国缺乏实践经验和法律基础，很难处理与《公司法》等法律的协调问题。公司型基金与契约型基金在

本质上都是投资产品，难分优劣。”王连洲对外界感叹，取得这样的共识是不容易的，它花费了基金法起草工作小组的大量时间。

《基金法》的起草工作一波三折地在推进，而行业整体向前的步伐从未停止。跨入2000年的中国基金业，延续着新基金试点以来大胆进取、稳妥发展的节奏，虽然全年未再发行一只新基金，但该年正是清理规范老基金的关键时刻。清理方案的公告此起彼伏，全年共有36只老基金经清理规范，转型成11只证券投资基金。

根据中国证监会《原有投资基金清理规范方案》，规模在2亿元以上的原有投资基金，交由证监会批设的基金管理公司管理；规模不足2亿元的原有投资基金，在进行合并规范以后，也可交由证监会批设的基金管理公司管理。

从最终清理结果来看，除了7只老基金单独转型成新基金外，其他的都是多只老基金合并规范后转型，这批新基金同时扩募成5亿元规模，又给市场带来55亿元新增资金，使基金数量在2000年年末达到了33只，当年行业总规模提升到了846亿元。

虽然2000年忙着消化接纳遗留问题，但基金业创新向前的步伐并未停止。在新基金试点成功之后，自然而然，开放式基金的发行设立也被提上了议程。

## 开放式基金已露尖尖角

早在行业按高标准设计之时，开放式基金就已经在监管部门的视线之中，《暂行办法》中对开放式基金的设立发行也有大致的规定。

所谓开放式基金，是指基金发行份额不固定规模，投资者可在交易时间内随时申购和赎回份额，这是全球共同基金业的主流产品。作为成立伊始就对标海外一流水准的中国基金业，自然也不会缺席这一跑道。

时任证监会分管副主席早在1997年年末的基金培训班讲话中就提出，今后基金业的发展方向肯定是以开放式基金为主。人们对开放式基金的普遍共识是，因为其规模浮动，投资者可自由申购、赎回，因此会倒逼管理人尽力做好业绩，提高服务水平。这位副主席在1999年1月11日的基金业第四次联席会议上再次强调，要搞开放式基金。

“形式上应主要搞开放式，才能更好地体现市场化原则，让竞争机制发挥作用，有利于人才培养，有利于保护投资者利益，有利于整个基金业管理水平、监管水平的提高。”在讲话中，他直接点出了时间点，开放式基金的试点应在两年内进行。而在行业内，有进取心的公司也早早将创新目标锁定在开放式基金上。

上海的华安基金，虽然成立时排在第四家，但其创新、奋进的意识和行动在当时却是领先一步。华安基金在成立后不久，就已瞄准这一领域。早在1999年，它就成立了开放式基金筹备小组，由常务副总裁邵杰军牵头、研究部副总经理杨文斌负责，从各部门抽调五六个精兵强将，又从外面招聘了几个应届毕业生，总共不到10个人，找了间大会议室，把筹备班子搭起来了。

后来算了算，这批人的平均年龄不到28岁，第一只开放式基金就是在这批年轻人的手里诞生的。

在监管部门方面，中国证监会基金监管部针对开放式基金的多个环节部署成立工作组；同时要求，积极筹备井放式基金的基金公司需要有一家境外资产管理公司充当顾问。因为开放式基金相对更为复杂，需要境外有经验的机构加以指导。

和华安基金合作的是怡富资产管理公司（隶属摩根富林明资产管理集团）。怡富资产管理公司就是摩根富林明在亚洲地区设立的分支机构，入乡随俗，它起了一个讨口彩的公司名称。虽然怡富资产管理公司在股权合作上最终没有和华安基金有进一步实质性动作，而是和华安基金的大股东上国投走到了一起，成立了上投摩根基金管理公司，但是，怡富资产管理公司对华安基金筹备开放式基金助力不少。

1999年5月，华安基金管理公司总经理韩方河和怡富（台湾）投信总经理宋文琪女士首次见面，开始建立双方的初步合作关系。

大约在1999年年末的一天，华安基金一支先遣队从上海悄然前往香港怡富。他们中有业务负责人，也有IT工程师。他们此行的目的，正是冲着“开放式基金”而去，公司下达的指示是，“带着问题去，搞清楚了再回来”。事实上，这次“先遣之旅”一定程度上拉开了中国引入开放式基金的大幕。

到了香港怡富之后，一群人每天扎堆在各个部门实地考察、交流、学习，晚上还要交流到九点、十点，除了对境外成熟资产管理业的运作有了感性认识外，他们渐渐地对原先看似神秘的开放式基金的成立、发行、运作一套流程及制度设计和业务规范有了深入的了解。

2000年8月，华安基金最后与怡富所属的摩根富林明签署了一项技术合作协议。摩根富林明向华安基金管理公司提供全方位的基金管理技术，开放式基金成为双方的第一个合作项目。

于是，当年在华安基金公司时常可以看到怡富专家组的身影，“他们来得挺频繁，来了就会住一段时间，待上一两个月，然后回去，有什么问题会再过来。”邵杰军回忆道。一来二去，到后来，专家组中一位叫李炳旺的专家（曾任怡富投信注册登记与IT资讯部主管，当时就负责帮助华安建设系统等），做着做着，就将自己变成了华安基金的一员，此后他曾出任华安基金副总经理。

由于开放式基金面临日常的申购、赎回，每天会有资金流入，也会有资金划出，还涉及新客户的注册登记，这就需要基金公司构建相应的技术系统保障。

基金公司需要自己建设一套TA系统[注]，华安基金为此投入巨资。邵杰军回忆，这个数字在3000万元左右，而华安基金成立时注册资本也仅5000万元。这是个惊人的投入，可以看出当时华安基金领导层对于创新业务的追求和对行业发展航向的把握。

经过多次全面压力测试后，华安开放式基金的注册登记、核算、交易、客户服务等几大系统基本成熟。与此同时，其他基金公司开始紧锣密鼓地筹划开放式基金的开发工作。

时间来到2000年10月，这场开放式基金的竞赛已接近尾声。

杨文斌回忆起最后冲刺时刻颇具喜感的画面：2000年10月1日，他正躺在悉尼奥林匹克公园里的大草坪上，手里拎着啤酒瓶，和一群朋友庆祝中国在悉尼奥运会上获得第16块金牌。这时手机突然响了，电话那头是时任华安基金总经理的韩方河："快回来准备材料，证监会刚通知，专家评审组要来检查了。"

杨文斌获悉，在这场竞争中，专家组的评分结果将是决定性的。6个小时后，杨文斌和太太已经在赶往机场的路上。路边，奥运会的马拉松比赛正在精彩上演，而他们这次在悉尼一共才待了不到30个小时。

"十一"长假刚过，专家评审组在证监会领导的带领下如期而至。专家组由港台地区熟悉开放式基金运作的各方面华人专家组成，主要来自怡富、汇丰、道富、施罗德和景顺等各大基金机构。

专家组的评审分为两轮。华安基金提供的方案、控制风险的能力等均受到好评，最终以综合得分优势获得首只开放式基金发行试点的资格。华安基金第一个站在了起跑线上。

与此同步的是，托管行也积极行动起来。毕竟，开放式基金涉及托管系统的升级对接以及基金的代销，这也是银行业第一次大规模涉足基金销售领域。

银行确实有渠道优势，它们加入基金销售队伍也是势在必行。银行以托管部为代表，率先行动起来，非常积极地寻找和基金公司合作的机会。

华安开放式基金的托管方、交通银行托管部总经理谢红兵全程经历了这一过程。他回忆，1999年以来，交通银行就投入了大量的人力、物力，对开放式基金在我国如何运作进行研究。通过各种途径和方式，不断组织业务人员赴国外学习和考察开放式基金的运作，邀请国外基金业务专家进行培训。

2000年，交通银行着手开放式基金业务运作系统的软件开发，还制定和完善了开放式基金代销和托管业务操作规程，进行了全面测试，建立了相关业务制度和管理办法。

特别是在开放式基金整体运作方案定型后，交通银行在全行范围内先后举办了8期开放式基金培训班，共有3000多人参加，其中有分行的部门负责人、柜面操作人员、市场营销人员、电脑系统保障人员、代销后台管理人员等不同层面的领导和业务人员。

这类培训尤为各大银行所重视。因为在具体业务上，升级系统其实不是最难的，最难的是转变人的观念。放到现在，可能业界都难以理解彼时银行对基金代销这类中间业务的抵触情绪。

对于这一点，农业银行托管部第一任总经理郭辉心有戚戚焉。

郭辉说，上马开放式基金，更大的压力其实来自投资者教育和银行内部销售体系的建设。比如，银行一直以来遵循的是存款立行。银行觉得如果动员它的储户去买基金，是在分流它的客户，分流它的资产。当时没几个人能意识到，好的产品可以创造需求，可以创造市场，可以带来新客户，也没有人意识到，中间业务收入带来的新利润增长空间。

2000年前后，农业银行也组织了一个开放式基金领导小组，行长任组长。一开领导小组会就相当于开总行工作会议，总行二十几个业务部门全都参加。

当时要解决的第一个问题就是观念问题，每次开会大家都争得面红耳赤，比如发展基金业务，这是中间业务的一个重要构成部分。没有资本消耗，没有更多风险，这是一项良好的中间业务，是区分现代银行和传统银行的重要标准。但有的领导并不认同，郭辉就给他们摆事实、讲道理，说："我去过纽约银行，它原来也是以信贷为主的银行，也搞纯信贷。后来人家把信贷业务全卖掉，还要做托管，而且做全球托管，它今天发展得比原来好得多。"

其实在当时，中国人民银行已经倡导要发展中间业务，把中间业务作为考核商业银行的一个重要指标。但是很多人仍然转不过来观念，他们总觉得是在分流客户。

当时，销售开放式基金面临的最大问题就是这个事情。各地的省市分行实际上仍然是这么认为的：客户买了基金，存款就没有了。

不过，对交通银行而言，由于托管和代销的是第一只开放式基金，全行上下都非常重视。

在总行层面，成立了由主管行长挂帅的开放式基金领导协调小组，为的是加强领导；在相关分行，建立了由主管行长挂帅的开放式基金领导小组，在当地做好各项联络协调工作；明确总行各部门及各分行的职责、任务，确保各项具体工作有专人负责；还专门成立了开放式基金代销注册服务管理中心，为将来的首只开放式基金发行保驾护航。

在法规层面，由于《暂行办法》对开放式基金的规定相对简略，中国证监会组织起草了细化的试点规则。

2000年5月23日，在“基金发展国际研讨会”上，时任中国证监会主席周小川在会上表态要积极推出开放式基金。

《证券时报》的一篇报道显示，中国证监会在2000年专门组织了由五家境外基金管理机构、托管银行和香港证监会有关专家组成的开放式基金试点专家评审小组。

在之后的一次“开放式基金在中国”研讨会上，时任中国证监会副主席陈东征到会感谢专家对中国开放式基金进行评审和专业辅导，并希望与会专家多提意见，共同推动中国基金业的发展。

2000年10月8日，《开放式证券投资基金试点办法》正式发布，该办法共39条，对开放式基金的申请设立、募集方式、申购赎回事项等做出了详细的规定。

从此以后，相关基金的申报材料、流程都有了明确的标准。开放式基金的方案申报评估工作开始进入快车道。

然而，一个意想不到的转折来临了。

# 基金黑幕

2000年10月初，《财经》杂志刊出当年第10期，封面上印有四个大字“基金黑幕”，一张戴着墨镜的人脸占据了整张封面，一看就让人觉得出了大事。

而这篇报道，也确实给行业内外都带来了一场震动。

《财经》的一名记者回忆说，10月号正逢“十一”假期，“本来预期这期杂志没人看的，但杂志发行上市以后，反而无数电话都打进来了。领导和我都接到好多电话，说我们不能把这种发展中的问题拔高，用于全面否定基金市场。我当时特别紧张，后来基金公司也发了声明。我们当时没有预料到会是这样一个后果。非常猛烈的势头”。

这篇报道源自上海证券交易所监察部人员赵瑜纲的一份研究报告，人们将其定位为，中国证券市场十年来第一份对机构交易行为有确切叙述的报告。

报告跟踪1999年8月9日到2000年4月28日，国内10家基金管理公司旗下基金在上海证券市场上的买卖行为，客观详尽地分析了它们的操作行为。

该报告由两份文件组成，第一份题为《基金行为分析》，完成于1999年12月，以20家证券投资基金在沪市的买卖行为为研究对象，样本研究期间主要为8月9日到11月9日，扩展期为8月9日到12月3日。

第二份文件是作者在第一次研究基础上的扩展性研究，题为《基金风格及其评价》，完成于2000年5月。第二份文件与第一份文件采用同样的研究方法，通过持续跟踪22家（样本期间增加汉兴和景福两只新基金）在沪市上大宗交易（成交量在1万股及以上）的股票汇总记录，分析其基金操作行为。

该报告的研究期间从1999年8月9日扩展到2000年4月28日，样本涵盖期为9个月，被认为可以基本反映基金的操作风格。

然后，《财经》杂志就以选编的方式刊发了赵瑜纲的报告，并以此为依据，邀请了专业评论家张志雄进行解读，并与杂志社记者李箐合作写成了这篇《基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析》。

文章对中国基金市场提出了6个方面的疑问，特别对基金是否能稳定市场，“对倒”制造虚假成交量，“倒仓”操纵市场等多种现象提出了疑问和剖析。文章的作者之一李箐当时并没有意识到这篇稿子会产生多大的影响，她只是觉得这份报告太难读了。

但就是这样一篇难懂的文章，一经刊发，顿时掀起滔天巨浪。

文章的一些结论如下：

——除嘉实基金管理公司，其他基金管理公司都存在一定的自身对倒行为，其中，博时、南方的自身对倒较为严重，对倒品种仍然集中在重仓股票中，例如博时的国脉通信、清华同方，南方的南京高科、东方通信。

——同一家基金管理公司管理的多只基金存在明显的共同减仓或建仓行为，其中博时、南方和长盛基金管理公司涉及的股票家数较多。

——基金的独立性相对较差，只有华安基金管理公司、嘉实基金管理公司、鹏华基金管理公司的独立性较好，其他公司不同程度地存在着与其发起人股东共同建仓的行为。

一直备受呵护的基金业遭遇到一场空前的考验，背靠高起点的制度设计，基金人也是一路顺风顺水、心气颇高。对于这种直指鼻尖的诘问，很多业内人士都没想到。

10月15日，10家基金管理公司联合发表严正声明，在第二天的三大证券报上刊登，对《财经》杂志的相关报道予以回击。

声明认为，报道依据的资料数据采样不准确，研究方法不科学，对基金的交易行为的判断与事实严重不符。文中的解析性立论在许多方面都违反了证券市场的基本常识。

《财经》杂志也迅速发布声明称，相关报道有正当来源和可靠依据。他们认为，公众有权知晓相关新闻（包括事实与数据），进而自己做出判断，这将有助于社会合力推动市场向健康方向发展。声明认为，对于基金及其他市场发展热点问题的不同观点和建议，都可以有充分的表达机会。

就在双方你来我往争辩之际，一位重量级人物站了出来。

10月29日上午，就基金黑幕这一话题，著名经济学家吴敬琏接受了中央电视台《经济半小时》栏目专访，除了评论报道中提出的问题外，他还提出，执法机构、管理机构要采取行动。

吴敬琏的出场及其在中央电视台接受的专访，使这场争论持续发酵，并且波及面扩大，从基金黑幕倒推反思中国证券市场的现状。

正如吴敬琏所指出的：“在一个不正常的市场下，也许做一些违规、违法操作的人，赚的钱比很规矩的人赚钱多。于是他（很规矩的人）会受到投资者的压力。”这就需要监管机构和司法机构来保证市场健全性，使违规违法的成本非常高。

而在几个月后，吴敬琏再一次接受中央电视台采访时，火力更猛。2001年1月12日，吴敬琏再次接受了《经济半小时》的专访，这一次，他对庄家和中国股市现状进行猛烈的批评，认为股市连赌场都不如，“赌场里面也有规矩，比如你不能看别人的牌。而我们的股市里，

有些人可以看别人的牌，可以作弊，可以搞诈骗。坐庄、炒作、操纵股价可以说是登峰造极”。

吴敬琏的这番讲话，最终引发中国股市成立10周年以来规模最大、范围最广、程度最深、参与者最多的大辩论。虽然与历史上许多次“百家争鸣”一样争无定论，但影响是深长的。

吴老所言不虚，他讲这番话时，正值“中科创业事件”愈演愈烈之际。2000年年底，中科创业股票出现崩盘，连续跌停，并在来年的1月迅速波及中科系的其他成员，中西药业、岁宝热电等股价均上演跳水惨剧，短时间股价腰斩一半。而中科背后的传奇庄家吕梁也神秘消失。

中国基金业在诞生之后，自然也面临这种市场的诱惑：集中炒作一把，还是科学分散地系统投资?

事实上，在此之前，一篇关于嘉实基金“地震”的报道，就成为当时基金行业面临诸多诱惑环境的最好注脚。

## 嘉实基金“地震”

2000年4月27日，嘉实基金管理公司一届二次股东会上，公司董事、中煤信托副总经理王少华语出惊人：“我曾经找了一个坐庄亿安科技的人，当时亿安科技的股价是32元，坐庄的这个人是我的一个特别好的朋友，他答应把股份给抬到22元，然后咱们基金进去……他说：‘我给你要1500万（股）的货，在我营业部锁定，没你的指令我不卖。’然后人家出来。人家给你把股价抬到50元到60元，你说你有什么风险？这个股票原来说好的是10送10，跟我说好的。”

王少华说：“别抱着投资理念不放，市场的钱你要捞才能捞出来。所以，今天咱们就把他的投资理念给否了。”

这里的“他”当然指的是时任嘉实基金总经理洪磊。

所谓的投资理念，就是基金泰和在其年报中所披露的，其目标是：风险水平不超过市场平均水平，收益达到或超过市场平均水平；同时通过分散投资，保持基金资产具有高度流动性；结合长期持有和时机抉择两大投资战略，用定性化、定量化、模型化的价值评估体系，力争长期持续稳定地获取不低于市场回报的投资组合。简单地说，是分散化、规范化、科学化、长期化地投资。

这也正是洪磊所选择的投资总监波涛的投资方法论。

王少华发难的一个理由就是基金泰和的业绩落后，截至1999年年末，泰和净值为1.0902元，但如果扣除新股配售的贡献，其净值增长率却是-4.78%，在当时基金中居于下游。

1999年4月初发行的泰和基金，事后来看，正处在一个前所未有的大牛市的起点。洪磊回忆说：“其实当时基金都已经做好了充分的准备，不过用我们的方法挑出来的那些股票，不是当时市场上主流的股票。我们选出了70多只股票，但内部分歧严重，影响了建仓。”

2000年3月17日公布的基金泰和1999年年报中有如下表述：“由于基金泰和所追求的投资理念和投资战略与中国证券市场的某些流行观念有较大分歧，致使公司内部对应当执行何种投资理念未达成统一认识，从而影响了相应的组织建设，导致公司未能执行‘5·19’行情之前即已拟定的进场方案，致使基金满仓的平均成本点为上证指数1580点左右，在很大程度上影响了基金泰和的投资绩效。”

从基金泰和成立以来几次公布的投资组合上看，前十大重仓股集中度确实较低。截至1999年年末，前十大重仓服集中度为24.18%，到2000年3月31日，为26.89%，最重的持仓量是净值的5.2%。

前十大重仓股变动很小，平均持股时间为一年以上，总持股数多达70只。这种投资手法，在当时被认为“不符中国国情”。

年轻的洪磊并未向所谓的国情屈服，曾经担任过北京证券常务副总经理的他坚定地认为，过去券商坐庄、集中炒作的路子走不通，必须要蹚条新路出来。他的选择就是这个分散化、科学化长期投资的方法。他给自己鼓气：既然历史证明了只有这条道路才最有可能成功，那又有什么可担心的呢?

在2000年4月27日的股东会议上，作为董事兼总经理的洪磊和两位监事甚至被清出会场，但放在会议桌中央的录音器真实记录了在场人士的每一句话。

股东会的结果就是否决了这一“投资理念”。投资总监波涛于当晚提出辞职。

2000年6月12日，根据总经理洪磊的提议，嘉实基金管理公司以公司的名义，提请中国证监会审查公司董事王少华的任职资格。

过了三天，嘉实基金管理公司召开股东会和董事会，王少华获董事长马庆泉授权主持会议，通过了罢免总经理洪磊的决议。

作为风暴中心点的基金泰和，是嘉实管理的第一只基金，洪磊给它定下的目标就是，追求长期持续稳定的收益。这种定位来自他们对历史的观察，来自对市场的尊重，对普遍性原则的尊重，对大概率事件的尊重。他在观察市场长期发展历史的时候看到了这种必然趋势，

看到了大量成功与失败的案例，以及其中反映出来的客观规律，才选择了目前的做法。

在具体的研究方法上，采取的是基本面分析体系，确认企业的竞争优势，用定量化分析评估企业价值，这种分析体系还建立在公司历史数据基础之上，通过计算历史自由现金流和相关比率，对公司历史业绩形成一个综合看法，增加一定假设条件之后，对公司的未来做出预判。

洪磊和波涛从历史中看到了必然，那么，他们选择的这套理念方法到底适不适合中国证券市场，时间已经给出了答案。

如果撇开1999年“5·19”行情，自1999年7月2日到2000年6月9日，基金泰和的资产净值增长率为32.66%，位列第一批10只证券投资基金的第四位，净值波动幅度最低，基金资产流动性和夏普比率等综合指标也名列前茅。

也许正是因为看到了这一点，弹劾洪磊的理由最终由4月27日股东会上提出的“业绩不佳”，变成了6月15日股东会上提出的“不负责任的信息披露”。

而如果观察基金泰和整个生命周期的业绩，自成立以来，到封闭期结束，截至2014年4月初，累计净值增长率为926.78%。到2018年3月下旬，总收益率达到了2423%，也就是说，持有这只基金的19年内，收益达24倍。

这起风波的实质，已经不简单是投资理念的交锋，而是基金公司该如何遵规守法，保护投资者利益，如何在市场上体现出机构投资者的专业投资能力。

而嘉实“地震”最后的剧情也是曲折跌宕，峰回路转。董事长马庆泉也被调离，来自大成基金的赵学军出任嘉实总经理，而洪磊则在此后，走马上任中国证监会基金监管部副主任一职。

**小资料**

基金泰和（“泰和”有“天地间冲和之气”之意）成立于1999年4月8日，期限为15年，到期时累计净值增长率为926.78%，相当于1元的基金投资滚动到了10.27元。转为开放式基金后，嘉实泰和业绩持续优异，从2014年4月到2018年3月20日，累计收益率达到了145.72%。相当于10.27元的基金投资后又赚145.72%，变成25.23元了。封闭和开放两阶段综合总收益率达到了2423%。如果投资者十几年前投资4万元，那么到2018年3月20日会变成100.9万元。

## 监管部门开出罚单

嘉实“地震”所揭示的问题，基金黑幕所体现的基金交叉交易，都使监管部门愈加重视。

2000年11月2日，时任中国证监会副主席高西庆在一次研讨会上评点了时下争论很热的“基金问题”。他表示，目前的争论其实和市场发育水平有关，可能不全是基金管理公司问题。经过一定阶段发展形成的特定市场文化，不是一夜之间就可以改变的，是市场发育过程中的问题，不可能一蹴而就，必须在发展中解决。

他提醒大家，要看到中国的证券市场与任何国家的新兴市场都不一样，不可能一步到位，一下子把所有事情都做好。因此当前最重要的就是加强监管，制定一系列行之有效的方法保护投资者利益，进一

步强化信息披露，提高市场透明度，加大力度查处和打击内幕交易、操纵市场、欺骗投资者的行为。

一个月后，时任中国证监会主席周小川也对此做出了回应。周小川认为，有关“基金黑幕”文章引起的讨论中，大家提出了许多有益的看法和意见，对监管机构和证券业界的成长有很大的帮助。他表示，欢迎新闻媒体、报纸杂志对证券业、资本市场发表意见。同时监管部门对于调查属实、确有证据的违规行为一定会依法予以处理。

此后，有关黑幕的争论渐渐平息，而监管部门已经利剑出鞘，开始针对各基金管理公司运用基金资产进行的股票买卖，集中抽取异常交易记录，进行统一的技术定量分析。

2001年2月初，中国证监会要求各基金管理公司按照要求进行自查，对造成相关异常交易行为的直接责任人以及涉及其他较严重问题的人员，做了公司纪律处分，其中除名4人，免职2人，降级1人。此外还有多人受到其他纪律处分，如扣发奖金、内部警告等。在受到公司内部纪律处分的人员中，副总经理以上的高级管理人员10人，基金经理（或部门经理）17人，督察员3人。

2001年3月，中国证监会发布了对国内十大基金管理公司的检查报告，未发现相关异常交易行为的有2家；发生相关异常交易行为，但情况属于偶然现象或者较为轻微的有5家；此外，大成、长盛两家基金管理公司的相关异常行为交易记录数量接近或者超过了平均水平。

而博时基金管理公司在股票买卖中采用的异常操作手法，与法律、法规所禁止的交易手段极为相似，无法排除该公司试图通过影响股票交易价格和交易量来获取利益或者减少损失的可能性。因此，证监会决定对其依法立案调查，这在我国基金史上尚属首次。

而这一调查历时10个多月，最终做出了调查结论，决定对公司予以通报批评，并责令整改。

中国证监会下达的《责令整改通知书》认定，自1998年8月至2000年10月，该公司聘用的直接业务人员在履行职责的过程中，运用基金资产在同一交易时间段内和同一基金交易账户上，对同一只股票频繁进行既买又卖的反向报单委托，这些直接业务人员的行为违背了基金从业人员应当遵守的行为准则，违反了《基金从业人员资格管理暂行规定》第十九条关于从业人员不得越权或违规经营的规定，属于《禁止证券欺诈行为办法》第七条所禁止的滥用职权操纵市场、扰乱证券市场秩序的行为。

这些直接业务人员应当对其行为的法律后果承担相应的个人责任。中国证监会对这些直接业务人员应负有的责任，目前已进入行政处理程序。

这也是一直在褒奖中成长壮大的基金业，首次公开受到来自管理部门的严厉谴责。

回过头来看，“基金黑幕”事件对行业也是一股反推力，加速中国基金业走上了法制、规范和稳健发展的轨道。

公募基金在急行军的同时，整体法规、风控合规等都有欠缺之处，对交叉交易的认识也处于模糊地带。

时任中国证监会主席周小川在一次演讲中也大倒苦水，他说，目前监管机构面临着两难的境地：一方面要打击违规，另一方面又要防止拔苗助长。

周小川在其后还对基金业提出了四化要求：市场化、法制化、规范化、国际化。证监会也针对基金业加强了监管。

信用受到质疑的基金业经历了一次前所未有的深刻反思，也在迎接浴火重生般的变革。“基金黑幕”事件加速了基金业相关制度的完善，呼吁《基金法》尽快出台的声音也愈加急迫。

各种不利评价如同抽在骏马身上的响鞭，也给了基金业蹲下再起跳的契机。历史的车轮滚滚向前，跟不上的人必将成为落伍者。在新公司审批停滞的一年多里，立法、创新、对外合作并未停下脚步，行业在沉寂中用实际行动来提升自己的吸引力。

2001年1月，证监会发布《关于基金管理公司开展对外技术合作的意见》，鼓励各基金公司借鉴海外发达市场的成熟经验与先进技术，积极开展对外合作。

同月，为进一步完善基金管理公司的公司治理结构，促进基金公司规范、独立运作，中国证监会发布了《关于完善基金公司董事人选制度的通知》。《通知》要求基金管理公司董事会中应当至少有3名以上的董事符合下列条件：

（一）《公司法》规定的董事资格条件；

（二）不是基金管理公司股东单位的任职人员；

（三）不是基金管理公司当前或以前（三年以内）的任职人员；

（四）与基金管理公司的其他董事、监事、高级管理人员、督察员、基金经理、财务负责人等没有利益关系；

（五）不在与基金管理公司存在业务联系或利益关系的机构任职；

（六）具有5年以上金融、法律或财务工作的经验，并有足够的时间和精力履行董事职责；

（七）中国证监会根据市场规范和实践的需要规定的其他条件。

这个通知事实上将独立董事制度引入了中国基金业。虽然该通知后被废止，但独立董事制度被其后的相关法规加以保留并完善。

同年2月，中国证监会发布了《关于规范证券投资基金运作中证券交易行为的通知》。不仅对基金的交易行为做出更为严格、明确的规定，而且首次把证券交易行为引入对基金监管的框架之中。

但是，“基金黑幕”事件对行业的影响是客观存在的，自该事件后，国内长时间没有发行新基金，也没有批设新的基金管理公司。一直到2001年4月，易方达基金公司正式成立，这是国内第11家基金公司。

---

1. 原香港证监会主席，曾任中国证监会首席顾问。

1. 王连洲：《〈证券投资基金法〉条文释义与法理精析》，中国方正出版社，2004，第3页。

1. Transfer Agent，开放式基金的登记结算过户系统。

## 第二节 2001—2002年 落幕和起点

2001年3月，中国证监会发布了对国内十大基金管理公司的检查报告，以及华安基金正式获批成为第一家发行和管理开放式基金的试点公司。两条消息差不多同时发布，这标志着，2001年既是“基金黑幕”故事的落幕，也是基金重新上阵的起点。

中新社随后发出的电讯称，华安基金获批的消息宣布后，在社会上引起了极大反响。

笼罩在“第一”的光环下，华安基金根本不用操心对外宣传，几乎所有的媒体纷至沓来，都将华安基金列为重点报道对象。

当时的媒体使用了“基金业龙头崛起上海”、“基金教父”等吸引眼球的标题，相关报道令人目不暇接。一时间华安基金之名响彻南北。

“早起的鸟儿有虫吃”，华安基金在之前巨大的投入、努力没有白费。

时任证监会主席周小川在一次演讲中说，历史证明，中国证券市场是在“闯”的过程中发展起来的，没有现成的路可走。在发展机构投资者方面，形势逼人，必须加快进度。

而华安基金也不负所望，意气风发，只争朝夕，除了“第一只开放式基金”的头衔外，还创造了不少第一。2002年6月，华安基金率先推出开放式基金定期定额申购模式；2002年11月，发行国内第一只开放式指数基金；2003年12月，发行了第一只货币市场基金；2006年，发行第一只QDII（合格境内机构投资者）基金。

还是将时间拉回2001年，在对基金注册、会计核算和客户服务系统已经完成三轮测试的基础上，华安公司再次积极准备新一轮的全面系统压力测试，进入临战状态。

2001年8月16日，华安基金收到中国证监会《关于同意华安创新证券投资基金设立的批复》（证监基金字〔2001〕33号），中国第一只开放式基金正式获批发行，托管行为交通银行。

面对由自己托管和销售的第一只开放式基金，交通银行使出全力保障基金发行，总行成立了由主管行长挂帅的开放式基金领导协调小组；相关分行建立了由主管行长挂帅的开放式基金领导小组，在当地做好各项联络协调工作，并确定了上海、北京、重庆、沈阳、武汉、南京、广州、郑州、青岛、天津、深圳、杭州、西安等13地分行作为“华安创新”开放式基金的代销分行。

为什么选了这13个地区？

时任托管部总经理的谢红兵解释说，选定的代销分行都地处经济发达地区，具备较高的内部管理水平，有先进的电脑软硬件设施，有一批熟悉基金代销业务的从业人员，具备有效控制和处理一些特殊或紧急情况的经验和能力，能安全保障此次“华安创新”开放式基金的成功发行，做好日后的基金申购、赎回工作。

## 正式开售

2001年9月11日，华安创新基金在全国13个城市的139处网点开始销售。

当时，华安创新限量发行50亿元，分别向个人和机构发售30亿元和20亿元。对个人投资者采用“总量控制、限额发号、领号预约、凭号认购”的方法；对机构投资者采用的是“全额预缴、比例配售”的方法。

考虑到投资者对首只开放式基金产品可能会抱有极大的热情，为避免外界质疑有“暗箱操作”，华安基金特意在发行城市引入公证人。他们和当地监管部门进行现场全程监督，与这次发行有关的工作人员，都被禁止认购本期开放式基金。

9月11日上午8点起，交通银行上海分行12家代销网点准时开始办理申领预约号，至下午4点，12家代销网点预约号全部发放完。

源深体育场是上海浦东唯一的一个代销点，代销额度4000万元，11日一早就已经有几千人在排队了。当时维持秩序的保安不停地挡住后面赶来的投资者，告诉他们，“回去吧，已经有1000多人被放进去了，你们肯定买不到的”。但是没有人肯离开，仍在伸长脖子打听：“在哪儿排队？”

在上海浦西的另一个代销点，黄浦体育馆附近早上7点多就已人头攒动，体育馆里也已经挤满了人。队伍里还有人在吃早点。后来听排队的人说，最早在10日中午就已经有人来排队了，11日凌晨两点多放了一批投资者进入体育馆内，而不断涌来的投资者又很快挤满了黄浦体育馆附近马路，蜿蜒的队伍延伸到另一条马路上。当天，上海地区共有近万人排队认购，一些代销网点在发售前一天就开始排起了百余人的队伍。

在全国其他地区，同样出现了抢购现象。陕西的配额在短短5个小时内就被抢购一空。在发售前一天傍晚，交通银行西安分行一个基金认购网点已有20多人在排队等候。

当时有记者前去采访，有一位投资者告诉记者，他早在中午时分就在这里排队。据交通银行西安分行统计，认购基金中最多排队人数达1500多人。深圳更为迅速，仅用了4小时就将1.7亿元的额度全部发完。

机构投资者对第一只开放式基金同样热情高涨，截至9月20日机构认购期结束，共有58.7亿元资金认购，远远超过华安基金计划向机构发行的份额。

事实上，当时各地面向个人的代销点都是有固定配额的，卖完即止，虽然是开放式基金，但还是采取了限量销售的方式。

当然也可以根据情况调整发售量，或者放开销售。规模越大，公司提取的管理费自然也越高，但是考虑到当时股票市场容量和操作的风险，为更好地保护投资者利益，最终还是将规模限定为50亿元。

现在看来，个人投资者对于华安创新的追捧有点不可思议。认购新股和封闭式基金在一、二级市场可能存在价差，有套利空间。但开放式基金完全是以净值进行申购、赎回，不可能出现溢价交易，而其净值的涨跌也完全取决于其所买入股票、债券的表现。

换句话说，买开放式基金能不能赚钱，要看基金买的股票能不能上涨，认购开放式基金，即使是第一只开放式基金也不是包赚不赔的买卖。即使哪个投资者很想参与开放式基金的投资，也完全可以等到基金成立开放申购以后再买入。

但是中国的投资者，从第一次发行认购证、第一次转配股上市、第一次封闭式基金上市暴涨中吸取了足够的经验，对于凡是冠名“第一”、“首次”的投资品种，都有一种迫不及待想跻身其中，唯恐踏空的想法。

# 熊市仍有正收益

2001年9月21日，第一只开放式基金华安创新正式成立，尚志民出任第一任基金经理。

1998年，尚志民从华安基金开始了他的基金生涯，当时岗位：研究员，工号：016。

1997年毕业于上海财经大学的尚志民，其论文题为《发展与完善中国投资基金管理初探》，当时国内还没有成立规范的公募基金。这或许暗示了他这辈子与基金结缘的人生轨迹。

做研究员时，尚志民每次准备的调研提纲都有几页纸之多。多年后，华安基金一位研究总监仍将此与当时的研究员拿来对比："尚志民1998年做的调研提纲都比你们现在做得更细致、更前瞻。"

因为表现出色，1999年6月，华安基金第二只产品基金安顺发行，尚志民被选任为基金经理。当年安顺净值增长率为6.83%。2000年，安顺净值增长58.9%，远远超越市场平均收益。有了这方面经验积累和铺垫，华安创新在投资上所做的准备基本没有遇到什么大障碍。

虽然管理开放式基金是全新的体验，开放式基金经理除了日常组合管理外，还要考虑兼顾基金流动性，以备可能出现的赎回，但就最本质的核心来讲，与管理封闭式基金没有太大的区别。

但是身为第一只开放式基金的基金经理，在万众瞩目下操作，一定程度上还背负着为基金行业拓展新业务空间的任务，如山重的压力都压在了尚志民身上。

那时，虽然没有公开的说法，但对华安创新的运作，各方面的态度很明确，那就是：许胜不许败。

再加上开放式基金在宣布推出之际，市场对其期望普遍较高，甚至有投资者不甚理性地将刺激大盘上涨的希望寄托在华安创新身上。

2001年6月，沪深两市双双创下历史高点后，结束了长达两年的牛市，开始下挫，至华安创新发行，已持续了一个季度。

这在一方面也注定了华安创新的风格必然是稳健审慎、稳扎稳打地进行风险匹配，获取相应的收益。

华安创新正式进场那天，上证综指收于1807点，到年底，指数收盘为1645点。在华安创新成立至年末仅有的69个交易日中，上证综指下跌了8.91%，深证综指下跌9.57%。而华安创新三个多月的净值增长率为1.2%，与同期下跌的市场相比，表现相当优异。万众瞩目的创新产品终于经受住了严峻的考验。

巨大的压力也让尚志民对那段经历仍历历在目。他回忆说，当初的策略就是长时间维持较低的股票仓位，有效回避系统性风险，为日后的运作赢得主动。基金在成立后买入的也都是华安基金长期跟踪研究的一些优质股，如烟台万华、深圳能源、上海机场等。

从华安创新的定期报告中也可以看出，截至2001年年底，华安创新股票仓位仅为16.94%，相应地，其持有的国债及货币资金合计占基金资产净值的83%。而且在相当长的一段时间内，华安创新始终保持着较低的股票仓位。到了2002年底，股票仓位约56%。

不过，当时大家都没有想到的是，A股市场从2001年开始的这波熊市居然长达5年，期间除了2004年一次结构性牛市外，基本没有像样的中级反弹。

2002年更是当时罕见的大调整年，国内股市参与者普遍损失惨重，基金也呈现全行业亏损。华安创新基金单位净值跌幅为7.51%，

同期上证指数下跌17.52%，深圳综指下跌18.32%，也远远跑赢大盘。

华安创新在成立之初的良好表现，让这只基金具备了一定的领跑优势。在尚志民担任华安创新基金经理的两年时间里，从2001年9月21日华安创新成立起开始算至2005年年底，市场跌幅近40%，但华安创新在这段熊市行情中取得了难得的正收益。从成立至2005年年底，华安创新仍为投资者贡献了17.84%的累计净值增长率。

## 基金销售渠道拓宽

开放式基金的发行，让银行首次独立大规模销售新基金。

时至今日，由于银行渠道在基金销售中占压倒性的优势地位，在划分商业利益时说一不二，许多人也在反思银行代销这一模式的得与失。

但是，回顾历史，引入银行代销对于基金业的发展壮大有着积极意义，而且，银行成为主渠道有它的必然性。事实上，在引入银行之初，基金公司在双方的商业关系中处于主导地位，有一个小故事可以佐证。

在华安基金筹备开放式基金期间，有一家国有大银行的行长想拜访华安基金总经理，但可能由于当时华安基金已确定将与交通银行合作，时任总经理韩方河并不想见这位行长。其后经过该行托管部的斡旋，对韩方河晓以大义——今后基金将以开放式为主，销售肯定要靠银行，而且不可能只靠一家银行，韩方河才同意会面。

当时引入银行代销的设计，主要意图就是着眼于将储蓄转化为投资，这是一个始终横亘在管理部门面前最大的主题：怎样能够让大量

的储蓄发挥作用。

从效果上来看，引入银行也是立竿见影：从2001年开始发行开放式基金，此后基金发行均以开放式为主，2001年行业规模814亿元，2002年年末行业规模达到1185亿元，到2005年，牛市爆发的前夜，行业规模已达到4691亿元。

而在牛市中，银行更是进一步发挥了其庞大的客户基数的优势。2007年年末，行业规模已达3.27万亿元，与2001年相比膨胀了40倍，当然其中也有市场上涨带来的净值上升。

但从2006年和2007年的销售数据来看，更多的销售增加出现在2007年，尤其是在5月以后的股市高位区。

一份权威统计显示，基金业快速发展是在2007年的5月份之后，之前基金资产规模只有1万亿元，到11月已增长到令人瞠目结舌的3.6万亿元，其中一部分得益于市场整体的上涨，但有1.8万亿元来自投资者购买基金带进来的资金。

在2010年年初，监管部门进行统计时，这批在高位入市的投资者有70%在2008年、2009年市场低潮时没有补仓，在2009年市场相对高点的时候也没有卖出，这些投资者的平均成本区在4800点左右，那么可想而知，这些投资者在基金上的投资体验显然不佳。

一位监管者尖锐地指出，由于行业发展得太快，销售机构也表现浮躁，各大银行、各大机构都把2007年的基金业收入作为第二年、甚至之后年份安排财务指标的依据，都希望年收入增长这么快。在这种思想的指导下，不断地给销售机构带来压力，再加上销售机构总经理的平均任职只有三年时间，大家也没有那么长远的目标去考虑未来，于是就拼命售卖，竭泽而渔。

后果也很明显，大量的投资者在高位申购了基金。这也为之后基金行业受诟病、持有人投资体验较差埋下了病根。

让我们将叙事视角拉回2001年，银行除了备战开放式基金业务以外，也在积极拓宽销售领域。

2001年5月，经中国人民银行和证监会批准，建设银行获得开放式基金代销资格的同时也获得了代销封闭式基金的资格，成为全国首家可以开展此业务的银行。

2002年8月，建设银行在全国220多个城市近3000家网点开始销售基金银丰。此前，封闭式基金发行一直是通过交易所网上销售与承销商共同协作的方式完成，银行并不介入其中。

中国证券登记结算公司（以下简称“中登公司”）也在抓紧开发开放式基金的登记结算系统，并于2002年8月4日正式投入运行，为有关方面提供开放式基金的认购、申购、赎回及相关登记结算与权益分配等全方面服务，还可以与从事基金业务的证券公司和商业银行联网，提供通用平台。

8月15日，该系统开始受理投资者认购融通新蓝筹基金的业务。

这套系统的建立，为市场参与者提供了全方位的技术支持和服务，有利于降低全行业成本，提高市场效率。

在银行业务范围扩大的同时，托管行的队伍也开始扩容。2002年初，光大银行实施了资本公积金转增股本方案，使注册资本达到82.17亿元，实收资本也超过了托管银行的准入标准。10月23日，光大银行正式获得基金托管资格，继五大银行后，成为第六家托管行。两周后，11月8日，招商银行也获得了基金托管行资格。至此，托管队伍扩张到了七家。

在将银行引入销售体系时，监管机构也没有忘记券商。2002年7月，证监会发布了《关于证券公司办理开放式基金代销业务有关问题的通知》，规定凡符合条件的证券公司均可接受基金管理人的委托，代销开放式基金。率先获得该业务资格的是国泰君安和华夏证券。

## 好人举手

华安基金被确定为开放式基金试点公司后，事实上拉开了基金业重整旗鼓、重装上阵的进程。在经历了半年的蛰伏期后，一系列规章密集出台。

2001年1月16日，证监会发布《关于完善基金公司董事人选制度的通知》，指出应引入独立董事制度，完善基金公司治理结构，促进基金公司规范独立运作。

同时，基金部也下发了《关于基金管理公司开展对外合作的意见》，鼓励各基金借鉴海外发达基金市场的成熟经验与先进技术，明确提出基金管理公司应积极开展与海外有关机构的技术合作与交流。

2001年5月25日，证监会发布了一份重磅文件，证监基金字〔2001〕10号文《关于申请设立基金管理公司若干问题的通知》。

6月29日，基金部下发了《关于落实证监基金字〔2001〕10号文有关问题的通知》，附上了一份如何落实的说明，进一步细化了相关程序。

这两份通知事实上放宽了申请设立基金公司发起人的范围，除了券商、信托之外，其他市场信誉较好、运作规范的机构也可以作为发起人，参与基金管理公司的设立。

这项制度被形象地称为“好人举手”，顾名思义，即“你申明是好人，承诺遵纪守法，并接受监督”的制度。

时任基金部主任张景华是这一制度的推动者，他于2001年年初接替金颖出任基金部主任。张景华强调，证券投资基金要以取信于市场、取信于社会投资公众为宗旨，在强调规范运作的同时，不断推进证券投资基金行业的发展。

在两份通知发布前已开业的14家基金管理公司的数十名股东，几乎都是证券公司或信托公司。唯一例外的，银华基金管理公司的股东之一是首创集团。据了解，这是因为首创集团参与了四川国债投资基金的清理规范，具有证券业务的营运经验，这才获得了政策上的一次例外批准。㊟

中国证监会新闻发言人曾表态，根据形势要求，应当放开申请人范围，以促进超常规发展机构投资者战略的实施。“超常规发展机构投资者战略”，语出周小川。2000年3月底，刚刚上任证监会主席一职的周小川在“中国发展高层论坛”研讨会上提出，今后证券市场的首要工作是大力推进国内机构投资者的培育。他说，要采用超常规的、具有创造性的思路培育机构投资者，争取在3到5年内改变散户与机构投资者的比例。这与早期监管者高标准、高起点规划中国基金业的思路是一致的。

当时的证监会副主席总结了新基金试点的三大功劳：

第一大功劳，新基金第一次告诉我国老百姓投资是怎么回事，什么叫投资理念。用规范化的基金行为告诉全社会，股票市场不单单是投机的。投资理念的树立，这是新基金的第一大功劳。

第二大功劳，对稳定市场发挥了积极的作用。尽管当时规模不大，但示范效应很大。尤其是在关键时刻有心理性、实质性支持。

第三大功劳，一批真正现代意义上的专业投资人正在产生。

这位副主席对基金抱以极大的期望，他直言不讳，券商的炒手行为都是不规范的，比如靠收身份证，靠坐庄，等等，都不是规范的专业投资。新基金汇集了国内第一批专业投资人士，5年至10年后将会有大成就。

这份《关于申请设立基金管理公司若干问题的通知》，还在基金管理公司审核体制中引入了市场监督评价机制：申请人已在证券交易所开户并从事权益类证券投资活动的，应当参照中国证监会《关于规范证券投资基金运作中证券交易行为的通知》（证监发〔2001〕29号）的要求，向证券交易所提交自律承诺书，承诺严格规范其证券投资活动。

张景华表示，拟筹备证券投资基金管理公司的机构首先要向社会“举手”，即向交易所递交自律承诺书，并且要认真开展对外合作交流。这也就是这项制度被称为“好人举手”的原因。

拟设立基金管理公司的申请人应提前一年向交易所提交自律承诺书，并参照有关规定严格规范其证券投资活动。在此期间证券监管部门将通过派出机构和证券交易所，结合日常监管分析评价其市场运作行为。若出现有违自律承诺的行为，其有关申请将不被受理。

同年7月，上海证券交易所和深圳交易所开始受理基金管理公司发起人的自律备案，并对其证券交易账户进行监控。越来越多的实业资本介入基金领域，有力推动了中国基金业的发展。

2002年6月，“好人举手”制度下获准设立的首家基金管理公司——银河基金管理公司在上海开业，按市场化原则发起设立基金管理公司进入了一波繁荣发展高峰期。

湘财合丰基金管理公司和天同基金管理公司都是在这一制度下诞生的。与此同时，武钢股份、粤美的、深圳机场等上市公司也频频亮相于基金公司股东行列。随着南方新希望参与组建的金鹰基金成立，民营企业也进入了基金业。

非金融公司成为基金管理公司的发起人，表明我国在基金行业的准入上向前迈出了重要一步。

不可否认，对于“好人举手”制度，市场上其实一直都存在争议。据《中国证券报》报道，有人认为，对主要发起人还是要有一定的准入限制，并应锁定为金融机构，“好人举手”的实质是降低了行业门槛。

作为角色相对特殊的专业投资机构，基金公司有着明显的资金杠杆效应，可能存在道德风险和制度缺陷，容易形成内幕交易和利益输送。虽然“好人”自己举手过了第一关，但对市场而言，是“好人”还是“坏人”，显然并不是由基金公司自己说了算，而是由投资者说了算。

但“阳光才是最好的防腐剂”，在市场化大趋势下，基金管理公司也必须经受这种考验。实际运行情况表明，“好人举手”制度不失为一种以市场化形式大力发展机构投资者的有效途径。

而且随着市场的进步，对基金业的准入也在不断优化，乃至在其后的《基金法》修订中，为专业的自然人持股甚至控股留下了口子。

## 大步迈向国际化

如果说，通过放宽发起人范围，可以加快培育壮大机构投资者力量，那么对外开放可能就是基金业与生俱来的基因。

中国基金业诞生之际，就已经不断汲取发达市场的智慧，实践着“走出去、引进来”的方法论。当年参加美国美林证券培训的基金业代表团成员回国后被要求用英文当众进行总结和汇报，由此可见一斑。

华夏基金在成立伊始就经常邀请基金公司、投资专家培训员工。王亚伟对当年的交流记忆犹新：“那时候与香港、台湾的基金公司交流比较多。”其中有台湾投信公司的高管，从公司架构、激励机制或者产品设计、营销这些角度来跟大家一一介绍。

引发王亚伟共鸣的，是群益投信的一位基金经理，名叫张锡。大家更多是从投资的角度交流，交流到后来，也开始天南地北地聊开了。张锡开始介绍他的工作解压法：基金经理要早生孩子，因为这个行业压力很大，下班后回家跟孩子玩玩，这是调剂、放松的解压方式。他还补充说，要不然人到中年管基金，精力不够，再养孩子，顾不过来了。

这位秉持着早生孩子早受益的台湾人，此后在事业上也是一帆风顺，后来出任国泰投信的董事长，前两年又当选台湾地区的投信投顾公会理事长。

江晖也有同感，他曾经带队前往英国标准人寿学习，在那儿待了一个多月。每天上班后全程融入他们的整套投资体系，参加他们的晨会，参与欧洲组、美国组、日本组各个组的讨论过程。也正是在这些不断和外界交流学习的过程中，江晖第一次接触到了影响了他一生的绝对回报思想。

事实上，在当时的基金业内部也有一条不成文规则，“任何一项重大的产品创新，都必须要由境外的合作伙伴带一段，扶上马。”彼时在基金监管部任职的金旭正是这条规则的提议者，自筹备开放式基金业务起，她一直坚持这条规则。

“老十家”公司中有多家都与境外资管公司签订了合作协议，诸多证券公司也都纷纷与境外伙伴签订合约，而怡富与华安基金经过长时间的合作，双方的信任感和亲密度都达到了一个高峰。

自2000年8月签约到2001年9月华安创新发行，怡富在华安开放式基金项目中一共投入超过400个工作日的专业协助。怡富的专业人员参与了开放式基金注册登记系统、基金核算系统和客户服务系统的开发和测试，还参与了各业务流程的制定、现场五次全面系统测试以及基金发行的全过程。

顺理成章，在2001年7月，怡富所属的摩根富林明资产管理集团就与华安基金管理公司在原技术合作协议的基础上，签订了国内第一份中外合资基金管理公司备忘录。

2001年10月31日，华安基金和摩根富林明在上海正式成立联合工作小组，为今后成立中外合资基金管理公司进行准备工作。

摩根富林明牵手华安基金又开始冲刺第一家合资基金公司的征程，而在距上海万里之外的卡塔尔多哈，一场牵动中国人的WTO入世表决即将进行。

为了这一刻，中国政府已经努力了十多年。

1986年7月，中国正式提出恢复GATT（关贸总协定）缔约国地位的申请。此后，经历了无数轮的多边贸易谈判，分别与美国、欧盟等主要贸易伙伴在1999年和2000年达成中国加入WTO的双边协议。

世纪之交的那几年，WTO、入世谈判是频频见诸报端的关键热词。与现在的观点相反的是，当时媒体上不少专家学者表达的是担忧和一丝不安，有人甚至高呼“狼来了”，担忧外资进入中国会给原有企业带来巨大的冲击。

而事实上，真正的“狼”来自中国。加入WTO后，廉价劳动力制造的大量商品如海潮般涌向全球，“中国人抢走了我们的工作”，诸如此类的故事在西方多有流传。

事后来看，这就是一场押上了国运的世纪大谈判，是江泽民、朱镕基那一届领导集体送给中国人民最大的礼物。

一闸千钧，关系重大。过，还是不过?

2001年11月10日，在卡塔尔多哈举行的WTO第四届部长级会议通过了中国加入WTO法律文件，标志着中国终于成为WTO第143个成员国。

## 合资基金掀高潮

基金行业的对外开放、引入合资基金公司，既是行业发展到一定阶段的内生性要求，也是中国对外开放、加入WTO的承诺之一。根据协议，加入WTO后，外资机构设立合资公司，从事中国内地证券投资基金管理业务，外资比例不超过33%，三年后外资股权比例不超过49%。

“现在回头来看，基金行业的国际化开放程度一直都是非常高，实事求是地遵守了当初的承诺。”中投公司副总经理祁斌总结，他曾经是

证监会首批海归派负责人，2000年加入证监会，2001年到2006年担任基金监管部副主任。

在此时代背景下，中国证监会组织起草了《外资参股基金管理公司设立规则》、《外资参股证券公司设立规则》。刘建平参与起草了合资基金规则。当时基金业务由时任证监会副主席高西庆分管，他带着刘建平等人到商务部、国家外汇管理局等部委上门商讨协调，准备这个条例的起草工作。

当时引外资进入基金业有两个目的：一个是改善公司治理，引进境外股东，对中方股东有所约束；另一个是引进技术，包括产品设计、风控、投资流程管理等，不是为了引入外资，因为基金公司并不缺资本。

在相对短的时间内，两份规则的制定也体现了如何实现这两个目的。2002年6月1日，中国证监会正式签发上述两份规则，7月1日正式实施，这标志着外资进军中国证券业，参股和设立合资基金终于有章可循、有法可依。证监会基金监管部随即迎也来了一波合资基金报批的高潮。

事实上，海外机构对中国市场觊觎已久，继2002年4月富通资产管理公司的最高执行董事局会议在上海举行之后，次月，富兰克林坦伯顿亦选择在这座城市举行第一届亚洲年会，这家全球最大的上市基金管理公司毫不掩饰进军中国基金市场的意图。

从时间上看，英国本森银行可能是最早尝试合资事宜的外资机构，早在1994年，就与国泰证券进行过接触，表达了在中国发展共同基金业务的愿望。

如今，夙愿已成。

2002年10月16日，由国泰君安和德国安联集团发起的国联安基金管理公司正式获准筹建，这是国内第一家获准筹建的合资基金。其中国泰君安持有67%的股份，安联集团持有33%的股份。

在国联安获准筹建之际，还有三家合资基金公司的设立申请已在基金部一处的审理流程中。其中包括招商证券与荷兰国际集团等发起设立的招商基金管理公司；华宝信托和法国兴业资产管理公司共同发起设立的华宝兴业基金管理公司；海通证券与富通集团共同发起设立的海富通基金管理公司。专家评审委员会的评审工作也已陆续结束。

而在当年9月30日，光大证券与美国保德信共同发起设立光大保德信基金管理公司的申请也已正式提交；申银万国与法国巴黎资产管理公司等共同发起的申万巴黎基金管理公司则计划在10月提交相关申请。

根据当时的工作流程，证监会受理申请后，在专家评审委员会评审结束后，符合条件的公司将获得证监会发出的同意筹建批复文件，进入正式筹建阶段，而后再申请开业，符合条件的，证监会将发出批复文件。

首家正式成立开业的合资基金管理公司，则花落招商基金。

早在2000年，招商证券即已开始动议设立基金管理公司。当时的股东结构是纯粹的内资结构，招商证券作为主发起人，由电力财务等几家财务公司参与。

当时，必须配备一家境外知名的外资机构作为技术支持方，而外资是将提供技术作为一个跳板，其目标是进入中国市场，与中方伙伴联合发起基金公司。

荷兰投资公司（ING Asset Management B. V.）并不是第一家与招商证券接触的外资，但最终它同意提供技术支持，只不过期望在政策允许的情况下，能入股基金公司。

谈得早不如谈得巧。

就在招商基金将申报材料上报中国证监会之后，有关引入中外合资基金公司的方向和细节日趋明确。

在监管部门的鼓励之下，招商基金重新修改方案，改成了合资基金的架构。

付出有了回报。

2002年12月26日，招商基金取得中国证监会设立批文（证监基金字〔2002〕100号），成为中国第一家获批成立的中外合资基金管理公司。

12月27日，公司正式取得工商营业执照，注册资本1亿元。招商证券股份有限公司出资4000万元，占公司注册资本40%；荷兰投资公司出资3000万元，占公司注册资本30%；中国电力财务有限公司、中国华能财务有限责任公司、中远财务有限责任公司各出资1000万元，各占公司注册资本10%。

2003年1月12日，招商基金公司举行了开业庆典，一时间冠盖云集。

时任中国证监会主席助理桂敏杰与广东、深圳当地政府人员一同出席庆典。在招商银行大厦中庭处举办的这场庆典简朴而又隆重，向来不出席这类开业活动的证监会成员现身，再次体现了这家合资基金公司在基金历史上的标志性意义。

自此，2002年年末至2003年年初，掀起了一波合资基金公司成立潮。2003年2月12日，华宝兴业基金获中国证监会批准成立开业，成为我国第二家成立的中外合资基金管理公司；4月3日，国联安基金公司成立；同月，海富通基金公司也获批成立。这一批合资基金的成立为中国基金业吹来了一股来自欧洲大陆的清新之风。

截至2004年，共有12家合资基金公司成立，达到了合资基金公司成立的一轮高峰。

除了与国内机构直接合资设立新基金公司外，对已成立的基金公司，外资也频频抛出绣球。富国基金和加拿大蒙特利尔银行于2003年5月28日联合宣布，后者参股富国基金的申请已获得证监会批准。这是外资第一次采取以参股的形式与国内已成立的基金公司合作。蒙特利尔银行参股富国后，正式成为富国基金6大并列股东之一。三个多月后，荷兰银行通过股权转让方式参股湘财合丰基金（参股后更名为“湘财荷银”）的方案亦获得通过。

南方基金与汇丰银行就合资事宜达成了共识后，却由于各种原因，最终没有突破谈判的重重阻碍。鹏华基金也曾于2000年9月公布与美国景顺集团合作，但很快双方技术合作就中道崩殂。

相较而言，全新组建合资公司的模式，从股东双方谈判到监管获批，推行得都非常顺畅。

外资蜂拥而至确实给基金行业带来了许多新气象。在行业看来，海外的资产管理业或者金融机构经过上百年的发展，合资公司的优势在于外资股东带来的是海外成熟的资产管理理念、管理流程、投资理念、产品设计、海外投资、公司框架建设，把公司引入比较正规、管理上能与海外资产管理公司接轨的发展方向。

发行海富通收益前夕，海富通基金邀请双方股东代表、联合公司的基金经理，在充满老上海风情的马勒别墅，面向机构投资者召开了一场别开生面的投资交流会。虽然现在的投资者对各类路演、交流会司空见惯，可在2003年的市场上，这些形式还很少见。

高度重视与客户多形式多渠道的沟通，这种做法一开始在合资基金公司的业务中就显露无遗。

“我一直认为，共同基金是散户的产品，公司所拥有的众多客户资料就是持续发展最大的资源，基金公司必须珍视这种客户资源。”先江回忆起当年国联安每年在客户沟通上的投入就达1000万元左右。当年首批客户对公司制作的用来沟通投资理念的精美季刊印象深刻。VIP客户还有机会参加新年专场音乐会，客户纪念品有时被做成理财魔方的形式，这也让渠道客户经理眼前一亮。

当年在市场推广和投资者教育形式上最让同行、媒体津津乐道的还是上投摩根基金。后者在2006—2007年成为行业的一面旗帜。“股东摩根富明林在这方面有非常成熟的经验。”公司成立时的员工还记得与台湾的股东同人经常交流的情形。

外资股东在引入海外先进的投研管理经验和风控合规实践方面，尤其是“以人为本”的管理理念的务实运用，影响和改变了很多中方传统股东的观念，促进了基金行业良性竞争环境的形成。与本土化结合的过程，让国内的基金从业者快速得到了学习与借鉴。

## 基金立法提速

这一边，基金行业大动作不断：加快开发，引入合资基金，开发新产品，酝酿推出QFII，使基金迎来了理念相近的友军。

而另一边，在许多新业务的推进过程中，从业者无不感到法律缺失带来的不便，对《基金法》的呼声日趋高涨。

从2000年6月到2002年1月，基金立法的一个焦点是私募基金，事实上也就是如何规范产业基金和风投基金。

当时的问题是："向特定对象募集资金的基金"这个章节怎么写？是具体细致地做出规定，还是仅做出原则性规定呢？

2002年2月，分别由厉以宁、周道炯挂帅的领导小组与工作小组，联合各部委负责人，在北京皇城宾馆举行了最后一次大规模起草工作会议，讨论已数易其稿的《基金法》草案稿。这被视作《基金法》起草组提交财经委审议前的最后一次定稿。无论是对一直参与其中的刘建平，还是中途接手的时任基金部综合处处长刘义鹏来说，皇城宾馆可能是立法过程印象最深的地方。谁也没有预料到，会上围绕"私募基金"一章存废的争议，仍然那么尖锐和激烈。

国家发展计划委员会的人认为，对以按照私募方式发起设立的，诸如产业投资基金或风险创业投资基金的成立条件、程序、投资运作以及审批监管的特殊要求和主体等，没有充分体现出来。简单地说，实质上就是有关部门的审批监管权没有得到法律的明确和认可。

还有的人则认为，私募基金根本不需要监管，也没有办法监管。他们拿国外举例，主张投资基金法只规范证券投资基金即可。

争议激烈，而且谁也不妥协，难道这部法律真的就这么难产吗？

当时的小组成员林义相回忆说："我记得当时在皇城开会时，开到一半，厉老师说，我们先休会。"他也参与了《基金法》的起草过程。休会之后，作为领导小组组长的厉以宁提出，《基金法》要把重点放在证券投资基金上。

事后厉以宁在接受媒体访谈时，解密了当时去除分歧、统一意见的关键情节。“由于争议实在太大，一直没有任何进展。起草组两位副组长周道炯、张肖提议，长此争论下去永远都无法出台相关法律，建议分两步走：第一步先出台《基金法》，因为证券投资基金方面的争论比较少，非证券方面下一步再起草通过，一步步地来。于是，领导小组最后决定，对证券投资基金单独立法，避免了更大范围的争议”。

对此变化，王连洲用了一个形象的比喻：种瓜得豆。不过，这也未必不是件好事。有些时候将争议较大的问题暂时搁置，或许更有利于问题的解决。

从这以后，草案拟定工作就骤然提速。

彼时在证监会基金部任职的刘义鹏至今还保留了大量当初起草修改的草案文本，从中可以看出，不仅有方向上的修改，相关人员对措辞、行文也都多有考量，几乎每页都有大量修改的记录。

刘义鹏还担负起协调各方的重任，在给当时证监会分管副主席史美伦呈交的报告上，他详细列出了关于《基金法》争议的焦点以及证监会基金部的相关观点，事先在内部尽快达成一致意见，同相关方协调，消除分歧，进一步加快了《基金法》的修改。

于是，在皇城宾馆会议后，只用了三个月时间，到2002年4月，草案就被提交至全国人大财经委审议。6月，财经委第102次全体会议讨论通过，并根据讨论意见进行必要修改后，正式提交全国人大常委会审议。

2002年8月，全国人大常委会在九届人大常委会第二十九次会议上进行了第一次审议。

而在此之前，基金法草案用了三年时间也没能提交人大常委会审议。

一审过后，《基金法》草案由全国人大财经委移交全国人大常委会法工委修改。进一步推动基金立法的重任，也转到了时任全国人大常委会法工委副主任李飞的肩上。

---

1. 《基金业进入快速发展阶段》，《证券时报》2001年6月16日。

# 第四章 拂光破晓（2003—2004年）

凡是过去，皆为序曲。

——莎士比亚《暴风雨》

2003年，很多人的记忆都停留在那年春天——一场“非典”。

这场疫情始于2002年年底的广东，在半年的时间里很快蔓延至全国乃至全球。“那一年因为去外地找工作，回学校还被隔离了两周。”林舒是2003年毕业的经济学研究生，如今就职于上海一家基金公司。谈到那段时间，似乎印象中每天电视上、网络上、身边人谈论关心的只有一个话题，那就是非典。“当时不得不放弃毕业前的旅行，连甘肃都出现非典病例了。”

2003年也正是中银基金筹备的关键时期，“非典时期最困难，我们的材料正在走流程，要送到证监会进行审核。”15年后，已经卸任中银基金总裁的陈儒回忆那个时间点，“我们在东方文化广场，整栋大楼基本没人办公，我就跟同事说，‘今天我们将在历史上创造一个纪录，人家都撤离了，我们还坚守在工作岗位上准备材料，最后我们兴高采烈地将材料送到了证监会传达室’，我要感谢他们的坚守和陪伴！”

当年毕业后投身基金行业的从业者，很多已经成为基金公司的中流砥柱。2003年硕士毕业的董承非，从2007年开始管理兴全全球视野基金，如今已是公司分管投资的副总经理。那几年，华夏基金也引入了不少优秀毕业生，如管理华夏优势成长的刘平、华夏恒生ETF[注]的徐猛、华夏现金的曲波、华夏新起点的魏镇江。

那一年，公募基金中的价值投资基因，不声不响地绽开了一朵金花。基金重仓持有的汽车股、钢铁股在2003年极度低迷的股市中的表现，让市场惊艳了一把。

富国基金总经理陈戈，当年还是公司研究员，调研了上市不久的贵州茅台，惊喜地看到中国也有“喜诗糖果”这样的投资标的。重仓茅台贯穿了陈戈的基金经理生涯，这只大牛股10多年之后市值一度过万亿元，成为A股市场最具投资价值的上市公司之一。

2003年1月2日，沪综指下跌37点，创下近几年新低。彼时距中国证监会的第五任掌门人尚福林公告就任仅仅一周。这位新主席并没有用“三把火”烧开2003年股市，而是很快低调地对上海和深圳进行了实地调研。“做事既不急躁冒进，也不故步自封。”股份制改革专家刘纪鹏在面对媒体采访时提到，尚福林每次与专家谈话，总是寻找和对方的共同点。

除了有关非典的记忆，对证券市场的亲历者而言，2003年也是“纸上论道”最为活跃的一年。媒体的证券版面充满了来自官方、经济学界、股评家、普通百姓关于思辨弱市根源的种种论战。

8月18日，《上海证券报》一反往常地将一篇题为《股市为什么缺乏吸引力》的读者来信放在了头版头条。这封来信很快引发了一轮上至官方媒体，下至都市媒体、网络论坛的铺天盖地的“股市吸引力”大讨论。山东神光首席分析师孙成钢直言道，“上市公司股权不能全流通是造成中国股市缺乏吸引力的最根本原因”。而2005年4月底，“全流通”这个中国股市的“成人礼”仪式终于拉开序幕，公募基金在这场浩浩荡荡的“全流通”行情中登上了舞台，成为主角。这是后话。

对基金行业的老兵而言，2003年的关键记忆会有不同。

南方基金副总裁李海鹏，2002年从纽约安盛保险离职回国，对从一开始以基金经理助理身份管理债券公募基金到一年后担任第一批社保组合基金经理的过程都记得清清楚楚："2003年6月6日，社保基金理事会将社保资金划拨给6家基金管理人，合同期限两年，社保基金正式入市。"

2003年10月28日下午，人民大会堂二楼会议厅，十届全国人大常委会第五次会议上，《基金法》获得通过，列席的刘建平见证了这一过程："146位委员中，1人反对，1人弃权"，结果呈现在蓝色电子屏幕上。2004年6月1日，《基金法》正式开始实施。

不可否认的一点是，在中国人都在关注非典、关注股市行情的那段日子，公募基金行业完成了一场至关重要的洗礼。这场洗礼事关基金行业的信任基石、制度规范的顶层设计，以及价值投资的信仰和实践。

---

1. ETF（Exchanged-Traded Fund）是指交易型开放式指数基金，既可以在证券交易所上市交易，又可以在场外申购和赎回。

# 第一节 2003年 基金引领市场

## 立法里程碑

《基金法》的起草、修改，从1999年3月成立起草小组，到《基金法》最终通过，历时4年之久。

事后来看，进入2003年，这部法律的起草工作已经进入尾声。

在2002年8月完成一审后，各方着眼于进一步修改草案。很多地方甚至根据各方意见和现实情况推倒重来。

刘义鹏回忆说，即使是已经成型的审议稿，也是历经多次修改。据介绍，三审稿与二审稿相比，多修改五六十处。

2003年5月9日，李飞主持全国人大常委会法工委相关研讨会，根据各方面的意见，对草案进行了讨论，财经委和国务院有关部门列席会议。一个月后，这部法律草案就将提交二审。

《基金法》草案从一审到二审经历了10个月，在外界看来，这个周期比想象中漫长，但对工作组成员而言却是马不停蹄地疾行，在非典期间也未曾停滞。

刘建平所在的工作小组，不断经历人大常委会委员的"拷问"，一稿又一稿地修改，但在他看来，其实"进展很快"。2003年6月18日，《基金法》草案提交二审。与一审稿相比，从11章109条调整为12章100条。一个变化是，二审稿修改了基金的定义，改为更模糊的表述，同时修改了对该法调整范围的规定。一位参与者这样理解对基金不做

明确定义的做法：回避定义的同时，也规避了更多分歧和冲突，最终便于《基金法》的顺利通过。提交二审之后的《基金法》，市场各方的关注度迅速升温。进入人大审议且进展顺利，这个信息被市场广泛解读为《基金法》将在当年大概率获得通过并正式发布。与此同时，围绕《基金法》的诸多争议也从之前参与的相关部门延伸到市场的参与各方。

当时围绕二审稿，反响最大的是有关提升基金持有人权利的条款。相关条款规定：代表基金份额10%以上的基金份额持有人就同一事项要求召开基金份额持有人大会；而基金管理人、基金托管人都不召集的，代表基金份额10%以上的基金份额持有人有权自行召集，并报国务院证券监督管理机构备案。当基金份额持有人大会就审议事项做出决定，应当至少有代表基金份额30%以上的持有人参加，并经代表50%以上参加表决的基金份额持有人同意。

对草案进一步提升基金持有人话语权的规定，市场各方都认为这是件很有意义的事情。王连洲则提出了一些担忧：应当防范据此条款进行的恶意收购。

当时封闭式基金普遍存在高折价问题，从理论上讲，恶意收购者可以在二级市场上低价买进，然后利用这个条款进行封闭式基金转开放式基金，按照基金净值赎回，从中套利。他表示，针对这样的情况，《基金法》草案需要在继续修改中不断完善，以维护各方的正当权益。

2003年6月27日下午3点，北京，人民大会堂，刚刚完成换届的人大常委会委员及专门委员会委员、部分地方人大代表参与了对《基金法》二审稿的审议。

与一审稿相比，二审稿的确有了突破，它使基金投资者对基金管理人与基金托管人有了一定话语权。毫无疑问，加强对投资者利益的

保护，明确界定基金有关当事各方的权利义务，对基金行业的发展具有至关重要的意义。

因为只有使投资者的合法权益得到保护，只有获得了投资者的认同与信任，基金业的发展才能拥有坚实的物质基础，也才能拥有广泛的群众基础。

流传出来的版本是，二审会议气氛热烈，在两个小时的时间里，委员们分成六个小组，对市场关心的问题进行了讨论。比如，投资基金是否为投资主体？什么人可以出资组建基金管理公司？开放式基金是否可以进行短期融资？发现基金管理人将基金资产进行违法转移时，司法机关是否有权对相关资产进行冻结？基金管理公司的业务范围是否应该明确以便于监管？

基金持有人权利始终是二审会议上的一个重点话题。从保护持有人权利角度而言，扩大持有人话语权显得十分有意义。

时任全国人大常委会副委员长成思危谈到这次会议时说，委员们也意识到一个问题，如果只考虑防范风险，不考虑基金今后的发展，对我国金融发展是不利的。监管和防范风险固然重要，但发展创新也非常重要，如果没有发展和创新，基金业竞争力不够，效率也不可能提高。

所以二审后，一些常务委员提出了建议：既要注重现实情况，注重防范风险、加强监管，同时要为今后发展留下一定空间，这点非常重要。

比如，《基金法》虽然针对的是公募基金，却并没有对私募基金做出禁止性规定；再如，由于我国内地目前尚无公司型基金，所以《基金法》只对信托型基金做了具体规定。

二审稿既有原则性又有较强的操作性，同时为基金市场的发展留下较多空间。对此，常务委员在二审会议后达成了高度一致，认为在基金业多年的实践支持下，《基金法》日趋成熟，应该早日出台。

2003年8月4日，全国人大财经委副主任委员周正庆在《基金法》第四次国际研讨会上表示，争取年内完成《基金法》的立法。

9月下旬，全国人大常委会法工委副主任李飞等人率领《基金法》调研组，为提交三审而在上海、深圳两地展开了对《基金法》草案二审稿的总结调研工作。

在此之前，时任中国证监会基金部副主任的洪磊，写了一份题为《立法精神与监管要则》的建议，被刊载于2003年7月的经济立法工作简报上。

2002年初洪磊从党校学习归来，回到基金监管这一岗位后，上级交给他的一个任务，就是参与《基金法》起草工作以及行业法规体系的建设。

## 受托人与信义义务

洪磊针对监管和投资者利益保护，提出契约型基金可以成立受托人委员会，并担当基金资产受托人职责。

受托人这一法律概念可谓是《基金法》的一项基石概念。无论是契约型基金还是公司型基金，物化的基金产品本身需要一个对应的组织形式，基金受托人代表基金持有人行使法定权利。有观点认为，契约型基金的受托人可以以“受托人委员会”的形式出现，而公司型基金的受托人直接表现为“公司董事会”。

当时讨论过的五种模式有：由基金管理人直接担当受托人这一方式较少见，而且容易导致严重的利益冲突；由基金托管人担当受托人，这一模式也难以直接照搬；由基金管理人和托管人共同担当受托人；由信托公司等第三方担当受托人，在中国，信托公司很难具备担当受托人职责的条件；由受托人委员会或基金董事会担当受托人。

洪磊认为，首先，成立受托人委员会是最优选择，有利于形成真正有效的监督机制。其次，考虑由基金管理人和托管人共同担当受托人。

最终，法律选择的是后者的双受托制。事实上，洪磊提出的这个建议背后，体现的是他之前所呼吁的观点：在基金组织架构中，应该要有发起人这一角色，而且应该以发起人为中心成立受托人委员会，作为基金治理的核心。正如他所坚持的，《基金法》的核心不是基金公司，而是基金，是基金治理。虽然这一建议在2003年版《基金法》中未能得到体现，但在2012年的修订中，部分得到了体现。

在对受托人和相关模式的探讨中，隐现的还有时常被证监会负责人提及的受托人义务，这也是体现《基金法》相关精神的一项基石概念。

彼时的基金部主任孙杰曾在2007年与他人联合署名发表学术文章《受托人义务：资产管理立业之根本》，详尽阐述了受托人义务的概念和应用，认为这是资管行业发展的基石和应形成的基本文化。

所谓受托人义务，源自英美衡平法的概念，在一般信托基础上发展而来，主要包括尽责义务和忠实义务。尽责义务是指基金管理人应当符合一个审慎投资人的要求，包括尽责、谨慎、技能等方面的需要。忠实义务是指基金管理人应当以持有人利益为处理事务的唯一目的。

最终通过的《基金法》虽然没有明文规定忠实义务，但从其立法精神和相关配套法规上可以明显看出，监管部门对基金持有人利益的保护，对基金管理人忠实义务的要求。

洪磊则更倾向于使用“信义义务”一词，将之视为基金行业的灵魂和根本，因为信义义务的适用范围更广。

所谓信义义务，是指将投资者的利益置于自身利益之上的一种积极尽责义务，正如“希波克拉底誓言”要求医生认真对待生命一样，基金管理人、托管人和相关服务机构应当忠实于投资者利益，恪尽谨慎勤勉之责，不能将自身利益置于与投资人利益相冲突的位置，更不能为自己或第三人利益而损害投资人利益。

## 三审稿的争议点

除了这几项立法精神和监管原则，《基金法》在修改中还有几大关键的争议之处。

比如，最终通过的《基金法》对基金公司的业务范围未做明确规定。刘建平说，当时的争议在于委托理财是否属于基金公司的业务。

一种观点认为，委托理财（也就是后来的专户业务）当然应该属于基金公司的业务，基金公司已开始受托管理社保基金，完全有能力管理委托理财。考虑到社会上有大量的委托理财需求，当时建议《基金法》明确基金公司的此项业务。

另一种观点则认为委托理财与公募基金的运作相差很大，规则不一。《基金法》若规定不清，可能导致非法集资等行为，应另做规定。

当然，在几年之后，这些问题已经不成“问题”了，基金公司的业务范围有了较大的拓展，一对一、一对多的委托理财业务使用“专户”这样一个名称，正式成为基金公司的业务。

在全程参与了《基金法》起草出炉过程的刘建平的印象中，提交三审前，还有一项条款被临时撤下，内容是关于基金能不能融资的。

据刘建平回忆，这一点在起草人员看来，其实是挺简单的一条规则。在境外，短期融资都是很普遍的做法，主要是当基金一旦出现大额的赎回，流动性可能出问题时，基金就可以从银行短期拆借资金，迅速解决危机，而且基金也不需要急着被迫卖出持仓标的，减少对市场或持有个股的冲击，可能对投资人也更有利。

这在境外是很普遍的做法，所以起草人员在三审稿里专门写了一条：允许基金融资。但是在上三审会之前，这一条被建议删掉。一个背景是，当时的其他相关部委有反对意见，认为可能会将基金的风险传导到银行系统。对此，其实起草人员也有充分考虑，一来基金融资量不会很大，二来都有高质量的抵押物。但为了减少分歧，保障三审顺利通过，最终忍痛删除了这一条款。

事实上，在《基金法》草案的反复修改中，有许多之前已写成的条款甚至章节都有另起炉灶的经历。

有些激烈争执之处，也在《基金法》中留有余地。比如，在股权激励上，《基金法》规定了主要股东的身份，但未限制小股东。对此，刘建平评价说，当时就是为个人入股留下了空间，基金公司甚至可以组成股份制公司，并有可能上市。

草案的修改并不是简单地勾勾画画，而是要充分听取各界的意见。在审议期间，全国人大还在湖北十堰召开了基金法国际研讨会，就争议的问题咨询海内外专家。

三审稿的形成，就经历了这样的过程。

首先，十届三次常委会对《基金法》二审稿审议以后，有关部门即根据常委会组成人员的审议意见，就基金法草案的主要问题，与国务院法制办、中国证监会进行了多次的协调与研究；然后，全国人大常委会法工委和证监会共同组成调查组，到上海、深圳进行了调查，听取有关方面和专家的意见；同时，全国人大常委会办公厅还将草案送国务院办公厅征求国务院的意见。

在此期间，全国人大常委会法工委还和《基金法》的起草单位全国人大财经委就草案中的主要问题，对有关国家的基金立法进行了考察，为修改完善基金法提供了有益的借鉴。

在上述基础上，有关部门再根据全国人大常委会委员的审议意见、国务院的意见和各有关方面的意见，对二审稿进行了认真的研究和修改，这才形成了三次审议稿。

对于最终的三审稿，刘建平的评价是，“汇集了太多人的想法和智慧，不同的构架、不同的看法，光前后大改就有十几稿，那些小的措辞改动更是不计其数”。

2004年，刘建平离开北京南下赴任时，整理《基金法》立法过程中产生的“花脸稿”——A3纸的修改稿，竟然装了整整几箱。

这样的情况足足持续了6个月。

在基金立法进程加速的同时，2003年9月13日，基金业第26次联席会在珠海召开。这是当年另一桩值得引起重视的会议，看似与基金法无关，但兜兜转转还是发生了交集。

联席会议有悠久的传统，源自1999年“老十家”基金管理公司自发组织、轮流举办的基金业联席会，主要用于进行行业交流。这种联席

会制度一直延续下来，并发展成监管部门与行业沟通交流、贯彻监管政策的重要平台。

时任证监会主席尚福林在这次会上发表了讲话。他提出，大力推动证券投资基金的发展是今后一个时期的重要任务，这是根据我国市场的特殊背景而必须采取的战略决策。

会议后没过几天，9月22日，《人民日报》就发表了尚福林署名文章《大力发展证券投资基金 培育证券市场中坚力量》。

彼时离《基金法》提交三审不足两个月，证监会主席助理桂敏杰将《基金法》作为一项重要抓手，对如何大力发展基金业做出了具体部署。

第一，积极推动《基金法》的出台，以此为契机，制定配套的监管规则，组织好宣传活动，提高基金的社会认知度；

第二，进一步探讨基金管理公司治理结构问题，适时推出《基金管理公司治理准则》；

第三，进一步规范基金销售活动；

第四，加强对基金运作各环节的监督，建立基金监管的快速反应机制，充分发挥托管银行、交易所、派出机构的作用；

第五，不断完善、强化基金管理公司内控制度建设，进一步细化基金管理公司内控要求，防范风险；

第六，进一步推动基金产品创新。

上述具体部署随着之后《基金法》的正式实施，也都一一付诸配套法规的颁布中。

2003年10月24日，这是值得铭记的一天。上午，人民大会堂迎来十届全国人大常委会第五次会议，会议将对《基金法》进行审议表决。

第一步是分组讨论审议，从证监会基金部综合处刘义鹏保留至今的分组名单来看，每组差不多20人。除了常委会委员，还有列席代表，包括全国人大专门委员会委员，人大代表，省、自治区、直辖市人大常委会负责人等。

“分组讨论时，每个组在一个会议室里面开会，有全国人大常委会法工委的人，证监会也派出人员，在现场答疑。”刘建平回忆说，他当时还向领导提议要多派人手，最终不仅基金部派人，法律部也派人参与，充当答疑解惑的角色。

在现场，全国人大常委会法工委负责解释一些法律程序问题，基金部负责解释一些基金专业方面的问题。

“我们当时还编了一个问答集，对几十个话题都做了详细的解答，发给证监会参会人员作为参考，做到有备而来。”

刘建平在现场回答了几个问题，其他同事也多是回答一两个问题，主要是一些常见的疑问。“比如投资是怎么做的，当时市场运行的情况，投资人有多少，行业这几年的发展，收益怎么样……当年基金行业还是很小的行业，发展也没有几年，行业外的人了解相对有限。”刘建平说。

除此以外，两年前的“基金黑幕”不出所料被问及，关注的焦点更多的是，证监会是怎样改进的？怎样去保护投资人的利益？

下午3点3分，《基金法》由全国人大常委会表决通过。

《暂行办法》实施5年多后退出历史舞台，取而代之的是《基金法》，前者实施多年积累的经验，客观上为后者的出台提供了高屋建瓴的格局和实操性强的基石。

亲历者每每回顾这个过程，都会反复提及：就证券投资基金一个品种，制定这样一部重要的全国性法律，可以看出国家对证券投资基金和资本市场的健康发展有多重视。

作为规范证券市场的又一部重要法律，《基金法》的颁布实施以法律形式确立了基金业在证券市场中的地位和作用，明确了持有人的权利，在基金财产独立性、基金财产投资范围、信息披露、托管银行监督、基金管理公司股东条件等方面进一步规范了基金管理公司行为，使基金行业真正成为阳光下的信用产业，有利于加强对投资者权益的保护，增强基金投资者信心，对基金业的进一步发展有重要意义。

梁定邦评价说，《基金法》的颁布和实施是中国证券投资基金历史上的一个重大里程碑，这部法律涉及基金运作的所有领域，包括基金建立、基金发行、基金交易和基金清算，基金持有人的利益也在本法中被重点强调，这确定了保护投资者利益的底线。

尽管这部法律未必会给基金市场上已经显现的各种弊病一个立竿见影的纠正效果，但是它提供了一个清晰的架构，在这个基础上，为未来的基金监管铺了路。

## 社保基金入市

2003年值得铭记的大事件很多，但社保基金入市无疑值得大书特书。这是一例在某种程度上改变了中国基金业发展轨迹的事件。初创

的社保基金投资团队和年轻的中国基金业一拍即合，从此开始了长达十多年的风雨兼程。

2002年12月，全国社保基金完成第一次选秀，南方、博时、华夏、鹏华、长盛、嘉实6家基金管理公司成为首批全国社保基金投资管理人。

2003年6月6日，社保基金第一笔钱正式打到投资管理人的账户中。6月9日，投资管理人下了第一笔单，社保基金正式入市。

而在此之前，主管部门也完成了相应的对接仪式。

2003年2月10日，证监会原副主席高西庆出任社保理事会副理事长，分管投资；3月28日，国务院正式任命项怀诚为社保基金理事会理事长；4月14日，履新不久的中国证监会主席尚福林与项怀诚在社保基金理事会见面；6月2日，社保基金理事会与6家基金管理公司签订相关授权委托协议。

时任社保理事会投资部主任的李克平，在卸任多年之后接受采访时谈到社保往事，公募基金行业有三个可以被提炼出来的关键词：规范运作、资产配置、理性投资。

"'基金黑幕'告诉了我们什么不能做，但怎么去做，是当时行业上下都在摸索的问题，管理社保基金的过程某种程度上也在帮助我们寻找方向。"曾经管理社保多年的某大型基金管理公司高管说。

社保基金在选秀时采用的长篇幅调查问卷，让基金公司后来意识到，那些复杂严格的要求仅仅是开始，后续更需要实际的投资运作来支撑。

"这个机构化建设不光是对投资，对整个基金公司的基础设施的建设、整体运营水准的提升、法规风控流程的建设，都起到了极大的推

动作用。”同是参与管理社保基金的第一代人，赵军感受到当年的嘉实基金同样受益匪浅，管理社保基金对基金公司而言，其实是在帮助整个组织进化。如今，赵军掌舵的私募基金淡水泉身上，同样流淌着不少之前管理社保基金的血液：理性、逆向思考。

上述高管有同样深刻的体会：“拿了社保的钱来运作，就必须有相对应的支持研究和投资的一套逻辑，这套逻辑得是社保基金理事会所认同的。社保基金理事会所认同的是基本面分析、现金流贴现、未来的盈利预测、风险分析等。这些投资理念不仅仅是写到产品方案当中，更需要基金公司言行一致地去执行。这叫作推着往前发展，对于中国基金行业规范化的发展至关重要。”

2002年年底社保基金结束选秀之后，各大基金公司用了半年时间紧锣密鼓地完成了产品开户、免税安排、系统测试等一系列工作。

社保基金第一次委托管理合同的期限定为两年，之后改成三年。

第一次委托的两年期间，社保基金理事会与基金公司的联络沟通非常频繁，除了日常联系要求，基金管理人每个季度都需要去北京做当面汇报。

“我们当时做社保投资，基本上大家每天上午9点打一个电话，讨论市场怎么样、我今天准备怎么做，慢慢地大家建立起了信任。”据第一代社保基金经理描述，这种工作日每天9点与社保基金理事会沟通的习惯保持了一年多。

社保基金理事会对于基金管理人的投资运作情况也要求有定期的书面材料，对周报、月报、季报、年报四类报告，都有很详细的一些要求。

“加上一些非正式的日常沟通，我们去社保基金理事会拜访，社保派人到公司来考察，这是双方磨合学习的过程。到2005年年中，双方的合作关系基本上就成型了。”

李克平认为，社保基金理事会在前期发展中与基金业的学习和互动，对双方都非常有利。社保基金理事会也很幸运，跟基金业这样充分的交流和合作，是学习成长的过程。

2005年7月，社保基金理事会到各家基金管理人进行第一次年度检查和阶段考核，华夏基金管理的社保103组合被末位淘汰。这也是迄今为止社保基金理事会淘汰的唯一一个组合。

在李克平看来，2005年的末位淘汰只是一个试验，理事会希望给市场一个信号，社保基金理事会对管理人的评价是很认真的，必须做到有进有出，不能变成铁饭碗，要严格评价、考核外部管理人，方法就是采取末位淘汰。后来就不再采用末位淘汰了，因为时间久了之后，社保基金理事会纯股票产品（1字头组合）在全市场所有可比的同类产品中，几乎都排在前25%。

有意思的是，当时被末位淘汰的103组合，其持有的个股很快就在后来的行情中表现出色。业内人士普遍认为，后来社保基金理事会的评价方式从单纯的拼排名，变成了考核风险、考核一年期、三年期业绩等更加立体的考核评价结果，也是在这次淘汰组合的事情上有所反思和改进。

时任华夏基金总经理范勇宏在多年后所著《基金长青》一书中坦陈：这是华夏基金成立以来遭受的最大挫折。但是管理运作社保基金的经历对华夏基金的投资流程、风险管理等方面都有很大的促进作用。社保基金对投资规范非常看重，为了满足社保基金要求，公司在投资研究、交易、风险控制、会计支持等方面进行了全方位的改进和完善。

社保基金选秀，参与者不仅有基金公司，还有托管银行。

资料显示，根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，全国社保基金理事会于2002年进行了境内托管银行公开评选。

参与的银行纷纷研究社保基金的托管问题，有的银行还派出了多名专业人员到国外实地调研学习社保基金的托管技术。各家银行最后向社保基金理事会递交的《申报材料》都有详尽的方案，有的材料字数达70多万。

虽然最终中标的只有两家银行，但对所有参与的银行来说，也是一次重要的学习和进化过程。

李克平回忆称，最初，因为社保还没有涉及PE（私募股权投资）等投资领域，在选择托管时，核心考虑是选一家托管行，或是选多家托管行。

选一家，可以把所有托管信息构建在一个平台上，所有数据的生产和处理可以借助托管行的力量。这种模式是最经济、最简单的，而且可能使托管行提供的服务最优化。

如果选两家以上，那意味着信息是分离的，要有资金分配考虑，要有资金、信息最后归集的考虑，两家银行是不是匹配等。但是，因为当时的中国托管业相对比较年轻，很多业务仅仅放在一家并不是最佳选择，毕竟是新兴行业。所以当时选了两家银行作为托管行这种模式。

资料显示，当时根据专家评审委员会提交的候选托管行排序名单，确定排在前两位的交通银行和中国银行为全国社保基金境内托管银行，并于2003年6月与这两家托管银行正式签署托管协议。

再往后，社保基金投资范围和标的开始多元化，比如涉足PE。

现任鹏华基金副总裁的邢彪，从2003年起在全国社保基金理事会度过了十几年的职业生涯，经历了社保基金跨出PE步伐的重要事件。

邢彪介绍说，在目前的监管政策框架下，社保基金投资私募股权有两种形式：一种是直接投资相关企业的股权，成为其股东；另一种是作为LP（有限合伙人）投资PE。

在PE基金方面，早在2004年，经国务院特批，全国社保基金就已投资中国-比利时直接股权投资基金；2006年，又投资了渤海产业投资基金，这是社保基金投资私募股权的开始。

2007年，恰逢二级市场的一波牛市，中比基金投资的企业开始上市，显示通过PE投资未上市公司股权的效果不错，社保理事会开始申请相关政策，将PE纳入日常资产配置，不再按项目单独报批。

2008年4月，经国务院批准，财政部、人力资源和社会保障部正式明确了全国社保基金开展股权基金投资的相关政策，规定全国社保基金可以投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金，总体投资比例不超过全国社保基金总资产（按成本计）的10%。

这样，在此规章下，全国社保基金可以自主投资，而不用一单一单地去申请特批。按照上述政策，全国社保基金于2008年投资了弘毅投资产业基金和鼎晖股权投资基金。

在邢彪看来，社保基金开展PE也是历史的必然。

一方面，这一政策出台有其历史背景。

2006年，我国修订了《合伙企业法》，允许境内成立有限合伙企业，这使PE有了更理想的法律基础。

另一方面，社保基金的长线资金需要进行多元化配置，特别是需要充分发挥长线资金的优势，通过PE可以抓住中国经济持续快速增长带来的投资机会。

海外经验已经表明，股权类投资收益比债券类要高出许多，如果投资不进行股权类的资产配置，很难保证良好的收益。特别是对社保基金这样的长期机构投资者来说，短期没有流动性压力，股权配置一定要有。

从海外经验来看，很多养老基金都是私募股权基金的来源。比如2008年的一项统计显示，当年全球LP投入PE基金中的资金，养老基金占到了25%，仅次于FOF（Fund of Funds，基金中基金）的26%。

社保基金在选择PE时，也向优秀的国际投资人学习了很多。邢彪在大卫·斯蒂文森的《机构投资的创新之路》一书上画出了诸多重点，认真学习了耶鲁基金会的成功经验。

在他看来，选择PE基金主要看两条。

一是管理人团队，按照国外的经验，美国养老基金作为LP选择VC（风险投资）或PE时，管理人是否诚信是其中非常重要的评价指标，这一点类似于VC、PE投资企业过程中首要的风险在于人。

同样，LP在选择基金时，其首要观察的也是管理人团队、核心人员的品质和能力等。邢彪也反复强调，另类资产类别投资成功最重要的因素就是选择正确的合伙人，重中之重是审慎地尽职调查。

二是有没有优良的投资业绩。

PE的过往业绩及其经验虽然并不一定保证未来业绩，但依然是重要的投资参考，是保障资金安全并且获得收益的重要基础。因此，曾

经管理过较大规模资金，并且曾经成功退出的PE基金获得社保基金认可的可能性比较大。

此外，从国外养老基金的运作来看，大部分LP并不积极参与被投基金的具体管理及项目投资，但通常他们都会有一套完备的管理体系享有知情权，并通过咨询委员会等机构，对涉及利益冲突等相关事项进行把握，保证GP和LP的利益一致。

全国社保基金理事会原副理事长王忠民在2017年9月的一次论坛上介绍说，社保基金的投资在用到财务、投资、法律等服务上时，基本都选取市场中最适合和最好的服务对象。

社保基金不仅选择境内的中介机构为社保基金做尽职调查，给出观点，而且选择在市场中已经经历过全周期锤炼，甚至不止一个周期锤炼的境外中介机构做服务。他们带着全周期的经验和全周期的总结，来看在这个时期的中国经济周期下，选择什么样的管理人更合适。

对初创不久的中国基金业来说，一个成熟专业的客户有助于自身进化，这在第一批社保基金管理人中有比较高的共识。

虽然社保基金的管理费很低，但实际上意义非常大：一方面是它带来的社会影响力，尤其是品牌效应，代表了公司在规范运作上的水准；另一方面，社保基金的资金非常稳定，且后续不断地增长，对培养基金公司持续的投资能力和团队很有帮助。

南方基金在2005年就为固定收益业务搭建了信用研究团队，进行前瞻性的研究和储备，也正是得益于此。

近年来市场发展的MOM（Manager Of Managers，管理人的管理人基金）多管理人基金模式，在业内看来，当年社保基金的组合管理其

实就是这种雏形。一个组合交给多个管理人管理，要求每个管理人忠于自己的管理风格，比如擅长成长股挖掘的基金经理就不需要在价值股行情中做风格转换，社保基金作为委托人会在上一层做好轮动的资产配置。

社保基金选股票投资管理人与业内的不同在于，选股票基金经理不是选业绩好的，而是选最有风格的。这样的专业分工，一开始对基金公司有很大的约束，牺牲了基金经理对市场趋势的灵活判断，但从另一个角度，也给基金公司对投资风格的细分和坚持提供了空间。

李克平对此有一段阐述："对社保基金这样的上游机构投资者来说，配置是最重要的。配置是基于科学的方法，研究每一个资产类别各自的风险收益特征和运行规律，并尊重这些规律去做长期的配置。配置和挑选管理人是社保基金无法推卸的责任。"

"在机构投资者中，耶鲁捐赠基金会的大卫·斯蒂文森贡献最大，没有人能超过他。耶鲁捐赠基金会最少时只有13个人，基本只做配置和管理人选择，后台全部委托出去。他们建立了一套我们可以学习借鉴的理论体系。"

社保基金在熊市阶段的逆向投资也令市场印象深刻。2003年社保基金开始运作，紧接着在2004年就遇上债市熊市。当时很多债券的收益率，比如国债7年期已超过4.7%。公募债券产品的管理规模开始不断缩水，不少基金规模缩到不足原有的10%，社保基金却在不断地加钱。

2007年上半年，股市处于亢奋阶段，社保基金也采取了减持方案，从上证指数5000多点开始，每周下单往回抽资金，一直减持到10月，完成了一次典型的社保式反向操作。

随着后续社保基金规模扩大，理事会进行了多次选秀，易方达基金、国泰基金、招商基金等加入社保基金投资管理人队伍。

## QFII落地

2003年，在社保基金选秀、引入合资基金高歌猛进的同时，另一支血统完全国际化的投资主力也已经大张旗鼓地登场了。

“我现在正式下QFII第一单的order（指令）：一，宝钢股份；二，上港集箱；三，外运发展；四，中兴通讯。”

2003年7月9日上午10点17分，东方君悦酒店，在众多媒体的见证下，时任瑞士银行中国证券部主管袁淑琴对着电话念出了4只股票的名字。

10点19分，接单的申万交易员报出买入四只股票的成交价格，成交得以确认，全场顿时响起了热烈的掌声。备受瞩目的QFII在A股市场投下的第一单正式完成了。

瑞银投资银行亚洲区主席贺利华表示，这笔交易的成功标志着QFII制度正式进入实施阶段。

“当时瑞银汇入其人民币特殊账户的资金总量已经远远超过5000万美元，资金中的大部分将用来买入A股。”袁淑琴还强调说，国际投资者的着眼点是长线投资，不会在乎股指的一时涨跌，因为他们对A股市场长期看好。只要上市公司的股价与其相对应的盈利增长能力处于合理的区间，就会进行投资。

实际上，外资从此开始了其在A股市场的纵横捭阖，在走势图上多次留下了低位买入、高位卖出的轨迹，再次验证了价值投资、长线

投资在A股市场的可行性。事实上，为许多QFII充当投资顾问的正是国内的基金管理公司。

回过头看，QFII业务的开闸进程比较快。这跟当年中国A股市场的疲弱不无关系。直接引入境外专业机构投资股市的思路被反复讨论和尝试。

2002年6月，在第二届中国证券市场国际研讨会上，周小川再次提到，在重视发展国内机构投资者的同时，应高度关注和重视外国机构投资者在发展中国家的作用，引进资金、引进技术与管理，加强竞争合作。

周小川说："我国研究论证利用证券市场引入外资已有几年的时间，研究的重点也是从引入机构投资者开始，也有人把此统称为QFII，其中包括利用外资参与资本市场股权投资，开展外资并购业务等。当然，这需要政策上协调配合，需要证监会及有关部门制定规则，加强监管。"

周小川还顺带指出，QFII不是国际通行的做法，只是少数发展中国家的成功经验。

在一些国家和地区，特别是新兴市场经济的国家和地区，由于货币没有完全实现自由兑换，资本项目尚未开放，外资介入有可能对其证券市场带来较大的负面冲击，因此QFII制度是一种有限度地引进外资、开放资本市场的过渡性的制度。

周小川讲这番话时，QFII条例的制定和颁布其实已经进入了最后阶段。

"早在1998年，梁定邦就向国务院提出了QFII的设想。但当时的提议比较简单，只是想做基金。"孙杰回忆，当时监管部门比较谨慎，市

场还在逐渐发展的过程中，但“万事总得有个开始”。

2001年春节过后，孙杰上班的第一天，他的办公桌上放着一份文件，文件上周小川批示了三个任务：一是研究QFII和QDII，二是研究公司治理准则，三是研究国际IOSCO证券监管目标与原则。

于是QFII项目很快就紧锣密鼓地开始了，项目组用一年时间做了大量调研，研究韩国、印度、巴西等市场，“当时还有汇丰银行一位工作人员参加，曾经24小时连轴转，帮助我们找各种数据”。

在被短暂搁置后，2002年8月，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》在证监会主席办公会上获得通过。

“之前已经做了很多次沟通，上会就比较顺利，然后就是需要中国人民银行会签通过。”

时任国务院副总理温家宝在会签后的文件上做了批示，拟同意并要求证监会在严格把控风险的条件下执行。

当年梁定邦提出的QFII基金设想与后来推出的方案已有很大的不同，比如最初的设想是做境外基金，封闭三年，规模在40亿美元左右。而最终推出的QFII条例已经是涉及一国资本市场开放的重大制度创新。

当时围绕资金来源的多样化、交易制度的对接等问题，都有过非常激烈的争论，但最后逐步向国际化靠拢。

“所有改革都是在现行法律法规的边缘上寻求突破。”孙杰对此深有体会。QFII这样的新事物当时面临的一个障碍就是，《证券法》规定境外人员不能投资A股市场，参与人员绞尽脑汁，最终采用托管行的联名账户才解决了这个问题。

2002年11月5日，中国证监会和中国人民银行联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，自2002年12月1日起施行。

QFII条例出台后，瑞银对全球50家基金经理做了调查，结果显示，国际机构投资者对QFII有很大的兴趣。

周小川说，吸引外资的核心问题在于既要防止短期的炒作，又要吸引中长期的投资，而QFII正是这样一种选择。

随后，国家外汇管理局11月28日发布《合格境外机构投资者（QFII）境内证券投资外汇管理暂行规定》，对投资额度管理、账户管理、汇兑管理和监督管理等做出规定。

12月1日，沪深两家交易所同日发布了《合格境外机构投资者证券交易实施细则》，规范QFII在两个交易所的证券交易行为。比如，QFII总持仓超过限额时的减仓约定，使QFII暂不能参与国债回购和企业债券的交易。中登公司也发布了相应业务配套细则。

在QFII条例正式实施后的第一个工作日，瑞银就率先递交了一份意向性申请，希望成为中国首家QFII资格获准者。之所以是意向性申请，主要是因为当时尚未有获批的托管行，因而无法提出正式申请。

当时，包括瑞银、瑞士信贷等在内的一批外资机构都公开表达了争取成为首批QFII的愿望。

由于托管人在整个QFII体系中承担着重要角色，相关部门对托管人的审批慎重而耗时。

2003年1月14日，中国人民银行批准工商银行、中国银行、农业银行、交通银行、建设银行、招商银行，以及渣打银行、汇丰银行和花旗银行三家外资银行的上海分行从事QFII境内证券投资托管业务。

随后，中国证监会于2月27日宣布，国内5家商业银行QFII托管人资格已获批准，5家银行分别是工商银行、中国银行、农业银行、交通银行、建设银行。3月中旬，三家外资银行QFII托管人资格也获证监会批准。至此，QFII申请的必要条件已经具备。

2003年3月，瑞银向记者透露，已通过其托管银行向中国证监会正式递交了QFII资格申请，瑞银抢先一步成为首家申请者。

5月26日，中国证监会宣布，批准瑞士银行有限公司、野村证券株式会社两家机构的QFII资格。这是QFII制度实施以来，首批获准的境外机构。

6月6日，两家外资机构分别获批3亿美元和5000万美元外汇额度。从法规发布到第一单完成有8个月的时间。如果不是中间遇上非典，这个进程可能还会缩短。

随后，摩根士丹利、花旗环球、高盛等多家外资机构陆续获得了QFII资格。

QFII的引入，给A股市场带来了长期的投资资本和新的机构投资者，不仅带来成熟市场的投资理念，而且通过在国内寻找A股投资咨询顾问以及直接参与投资基金的方式，进一步影响了国内基金行业的发展格局。

富通银行首次于2004年11月获得1亿美元的QFII额度后，将其打包成一个在卢森堡注册的共同基金——扬子基金，并承诺将基金内的所有资金投资于中国A股市场。富通银行的“兄弟公司”富通基金所设立的海富通基金，作为近水楼台，担任其在A股的投资咨询顾问，帮助其管理扬子基金。2005年11月，该基金投资额度获准增加到4亿美元。

在行业人士的眼中，海外机构其实更讲究专业分工，如果能提供有价值的研究服务，他们愿意支付一定费用，尤其是对合作时间较久的伙伴，不会轻易更换。他们更多追求的是配置式的管理，而不是短期逐利，对相对收益、跟踪误差、换手率等指标有严格要求，考评机制也更加专业化。

在基金的投资市场上，随着QFII的进入，部分QFII机构也开始尝试进行基金的投资，其投资范围涵盖了开放式基金和封闭式基金，而博时裕富基金在2003年8月接受花旗环球的千万订单，成为QFII开放式基金投资的第一单。

博时基金副总裁李全对外透露说，公司当初在对博时裕富进行产品设计时就将目光瞄准了QFII，这只指数化产品的特点符合QFII的投资要求，是QFII低成本进入中国证券市场的理想投资品种。而且有调查表明，QFII在获准进入国内股市后，除进行主动投资外，被动式地投资于指数基金也是其主要投资方式之一。

而在国际化这条道路上，基金行业一刻没有停歇，"走出去、引进来"：2007年，4只QDII基金出海；2008年，南方基金、易方达基金、嘉实基金、华夏基金等基金公司率先获准开设香港分支机构；2014年，沪港通开通，2015年，内地与香港基金互认实施；2016年，深港通启动；2017年，债券通推出。

## 货币市场基金破冰

货币市场基金在2003年被基金部和几家嗅觉敏锐的基金公司纳入视野是有原因的。

在当年整个市场热烈讨论股市边缘化问题时，股票类基金显然也难以逆风飞扬。在2002年9月增加债券基金类别之后，如何去开发一些受众更为广泛的低风险产品，是当时的监管和基金公司都在苦苦琢磨的事情。

“记得有一天我在证监会值夜班，老同事尚健（当时已经任职于华安基金）过来看我，就聊到了货币市场基金。”全程推动了货币市场基金出台的莫泰山，时任基金部副处长，看到了国外同类成熟产品的客户需求和巨大空间，也看到了基金公司推动这类产品的热情，有心要去弥补这类产品的国内空白。

“为了做这项产品创新，我们做了大量的调研，还学习了各种法规，综合了很多业内的经验。”对于当下货币市场基金所面临的争议，他其实在当时已经有过充分的论证。

至今，很多关于货币市场基金的论文还会经常引用一篇文献，就是当年莫泰山撰写的《我国货币市场基金的发展与监管》，从中可以比较充分地看到当时监管部门发展货币市场基金的初衷及思路。

文章提到：“绝大部分货币市场工具的起始投资金额较大，普通投资者不能直接购买。货币市场基金应运而生，其出现使普通投资者能参与到低风险、高收益、过去仅机构和富有个人才能进入的货币市场。而且在发展过程中，越来越多的投资者将货币市场基金作为投资于长期金融资产（股票和长期债券）的现金储备‘停泊港’，在股市表现出色时，相当一部分资金从货币市场基金流入股票基金，股市调整时则资金回流，给投资者提供了多样化的风险收益选择，更重要的是有利于基金总体规模的稳定。”

具体到一个产品品类的推出和创新，监管部门对货币市场基金也延续了行业立法的思路，“先立法、后实施”，先制定货币市场基金的监管规则，再由基金公司推出相关产品。

当时，对货币市场基金感兴趣的基金公司有那么几家：华安基金、博时基金和招商基金。

产品方案的争议并不大，争议主要集中在两点上：第一，要不要叫货币市场基金；第二，采取什么样的会计处理方式，是保持1元面值还是跟其他股票或债券基金一样采取净值法。围绕这两个问题产生了巨大的争议。

“我们预见到，如果不叫货币市场基金，不采用1元面值，这个产品在当时的市场上，生命力可能有限。”但是关于这个产品的构想，中国人民银行从一开始就持不同意见。在传统的认知中，证监会监管的领域是证券市场，参与货币市场合适吗?

当时，国外的货币市场基金已经有30多年的发展历程，从产品和监管上都有比较成熟的经验可以借鉴。在经历方案暂缓、来来回回地调研沟通之后，中国人民银行和证监会进入了规则的讨论阶段。

“我们最后在昆山开了一次会，事后被媒体称为昆山会议。”莫泰山对这个会议记忆犹新。

2003年10月，由证监会、华安基金主办，博时基金和招商基金承办的昆山会议召开。据记录，证监会基金部、会计部以及财政部会计司等部门均有高层领导列席，这场较高规格的会议肩负着解决货币市场基金的运行模式问题的重任。

这个会议不像当时媒体报道的“硝烟弥漫，甚至有人摔门而出”。但争议确实不小。以华安基金、鹏华基金为代表的基金公司希望面值1元，采取摊余成本法。招商基金则出于战术的考虑，推出了净值法方案。会上其实并没有争论出一个结果。

很快，在后来基金部内部的专题会上，时任基金部主任孙杰一锤定音："就用一块钱面值，我们一定要发展一个和银行相比有竞争力的产品！"

定下1元面值，定下摊余成本法，剩下的都是技术性的问题。如对于不同投资品种的托管，保障货币市场基金的安全发展。从当年拟定的托管协议中，可以看出几方对此的审慎安排。

基金托管人以基金托管人和基金联名的方式在中登公司上海分公司和深圳分公司开设证券账户。

基金成立后，基金管理人负责向中国证监会和中国人民银行申请基金进入全国银行间同业拆借市场进行交易。由基金管理人在中国外汇交易中心开设同业拆借市场交易账户，由基金托管人在中央国债登记结算有限责任公司开设债券托管账户，并由基金托管人负责基金债券的过户及资金的清算。

2003年11月23日，首届货币市场基金论坛召开，细心的市场人士从当天银监会和证监会出席领导的规格上嗅出了不一样的气息：之前争议的模式在监管部门已经形成了一致意见。

华安基金、博时基金、招商基金三家基金公司成为首批尝鲜货币市场基金的幸运儿。从2003年年初开始筹备方案到2003年年底发行，跨度接近一年。

稍有遗憾的是，当时第一批出炉的货币市场基金最终没有冠以"货币市场基金"之名，三只产品的名字分别是华安现金富利、招商现金增值和博时现金收益。

2004年8月16日，证监会和中国人民银行最终联合推出《货币市场基金管理暂行规定》。2004年年底，9只货币市场基金的总规模已有

633亿份，出现了小小井喷，虽然完全不能跟10年后的盛况相提并论，但在当时，足以让行业里还没有赶上这趟列车的基金公司垂涎。

在《货币市场基金管理暂行规定》推出之际，我国债券市场投资品种较少，随着短融中票、资产支持证券、同业存单的引入，货币市场基金也开始逐步将其纳入投资范围。

此前的纸质协议同业存放和拆借存在一定风险，之后同业存单在上海清算所统一托管，公告发行、缴款登记、付息兑付等环节具有高度标准化、规范化的特点。这对监管机构对同业存单的各项数据的采集、分析、管理，对货币市场基金在安全运作、风险可控的基础上进一步发展起到了推动作用。

如果用互联网思维来看货币市场基金，它是标准的从用户需求角度出发的一款理财产品，中国低风险偏好的投资者和储蓄用户基数巨大，而这款产品从产品名称到产品设计，都非常契合用户的接受度。

当初的两点坚持，为10年之后货币市场基金井喷式的发展埋下了重要伏笔。

## 产品创新迭出

与货币市场基金的面世相伴的，是低迷的市场背景。自2000年市场下跌以来，市场的理念变化使证券市场的盈利模式发生了根本性的变化，传统基金业务面临严重挑战：一方面，市场的盈利空间大幅缩小，市场的盈利预期在降低；另一方面，股票资产的流动性在整体降低的同时，出现了明显的资产流动性分化。

随着我国加入WTO，市场的国际化进程和金融体制改革的加快，已经使基金面临着多方面的竞争和国际化的挑战。出于提升竞争力的考虑，基金行业迫切需要产品创新。

从2002年年底开始，“伞形基金”渐渐成了吸引市场各方关注的名词。2003年2月17日，湘财合丰基金发起设立的湘财合丰行业类别基金成为首家获准发行的系列基金。该基金由成长类、周期类和稳定类三只契约型开放式基金组成，三只基金适用同一个契约和招募说明书，由同一基金发起人发起，同一管理人管理，三只基金可互相转换，具有明显的伞形基金特征。

这样的伞形基金，在一个总的基金名称下，由具有各种不同的投资策略、投资风格、投资对象及不同的风险收益水平的基金组成一个基金集合，在一个“伞”下面，各子基金的管理相互独立，依据各自不同的投资目标进行独立投资决策。伞形基金的主要优势是适合更广泛投资人的需求，只要投资者投资任何一家子基金，即可任意转换到另一子基金，不需要额外负担费用。

湘财合丰（现泰达宏利）之后，招商基金、嘉实基金、华宝兴业、融通基金、景顺长城等公司的伞形基金陆续发行。但作为一个创新产品，伞形基金在2003年就达到了生命力的巅峰。10月，景顺长城发行伞形基金，成为这类基金的绝唱，伞形基金数量达到26只之后再无增长。

伞形基金的火爆也同当时的市场环境有着密切关系。中国证监会基金监管部曾在2002年11月26日发布《关于证券投资基金设立审核有关问题的通知》，明确规定基金管理人已有一只基金在审核期间，尚未获准设立的，证监会将暂停审核该管理人的申报材料。

当时，同一家基金公司旗下不同基金之间还不能自由转换，基金公司一年只能拿到一到两只新产品的批文，而伞形基金免费、便捷的

基金转换，在产品数量上可以借助一只产品的获批，拿到若干只子基金的发行，这对当时产品数量十分匮乏的基金公司是非常宝贵的机会。

但无论如何，基金的发行应从审批制转向更为市场化的注册制，这是当时行业的共识。伞形基金的开放性特征亦为这一趋势埋下了伏笔。

非典时期的典型话题被人们一次次提及，但非典肆虐的时候，中国基金业的典型话题却是基金发行，这也是基金产品创新频出时的重要话题。

很多银行客户开始习惯偶尔收到基金公司的产品营销短信；在基金对账单上也出现了基金发行的信息，而且篇幅越来越大；而在一些媒体的财经版面也出现了豆腐块大小版面的基金广告，甚至电视台的广告上也出现了基金的信息。

“这是我们在非典时期的一些发行手段，之前经常采用的大规模集中培训，现在没法用了。”当年参与南方避险增值基金发行的销售人员说。

南方避险基金开始发行的2003年5月23日，正是非典形势还比较严峻的时期。这只产品名字上没有打上“保本”二字，但产品设计采用了保本策略，首次对投资者做出了保本承诺：在该基金的运营中，南方基金公司将从基金管理费中提取一定比例的风险准备金，如果三年到期出现亏损，投资者可以要求基金管理人或担保人补齐亏损。

“本金无风险、收益全归您”的产品卖点和3%~7%的预期收益率迅速刺激了一批原来准备购买国债、信托产品的人士投入保本基金。

南方避险基金最终以超过50亿元的首发规模提前结束发行，这也是基金业史上第一只提前结束发行的基金。

南方避险基金的成功让全行业的目光都聚焦到“保本”产品上，银华基金就是其中之一。银华基金当前的总经理王立新，正是负责过南方避险产品开发的南方基金市场部总监。

为了使基金能够冠以“保本”二字，使之成为一只规范运作的保本基金，这比推出一只保本策略的产品要复杂很多。王立新和时任银华基金董事长彭越一起多次到证监会汇报，希望新产品能够以“保本”二字命名。

“当年是审批制，‘保本’二字写进产品名称绝对是制度性的突破。”当年全程参与了保本产品开发的银华基金老员工回忆说。

关于保本基金最重要的设计——担保人，证监会一开始要求必须由金融机构担任，这与银行的制度相悖。证监会基金部多次召开座谈会，并由银华基金在有关座谈会上专门介绍了情况，最终担保条款得以放宽。

此后，监管部门将担保机构资质定为“实收资本不低于20亿元，净资产不低于50亿元，成立并运作满三年以上，具备法人资格的企业，最近三年连续营业，已担保的保本基金资产规模不超过其净资产总额的两倍，最近三年未受到重大处罚”。

应该说，2003年业内瞄准保本产品的公司很多，银华基金的“死磕”精神比较彻底。当年11月，在《关于银华保本增值基金发行情况的汇报》中，银华基金管理部门甚至向董事会立下了“军令状”。“为了保本基金，2003年银华基金整整一年都没有发行新产品。”王立新回忆说。

2004年初，银华保本增值基金获批，成为第一只规范运作的保本基金，中国基金行业从此有了保本型基金这一产品类别。2月16日，基金发行首日，公司董事长彭越心情激动，路过他办公室的同事，都听到里面一直在播放着同一首歌——《好日子》。

仅仅用了10个工作日，银华保本增值的募集规模就达到了60.7亿元，刷新了当时行业发展史上的诸多新纪录。直到今天，这只保本基金运作满4个保本周期共12年，进入了第5个保本周期的运作。截至2018年4月2日，银华保本基金成立以来的收益率达到了134%。

虽然随着资管新规的实施，保本类产品完成了它的历史使命，即将退出资管舞台，但在当时，保本型基金以低风险的特征成为很多投资者第一次接触基金投资、了解基金产品的一扇门。

和“保本”二字十分亲民正好相反，2004年的基金重磅创新产品——ETF以及LOF[注]，让市场一开始就比较抓狂。

“老百姓怎么看得懂，怎么能来买呢？”上海一家媒体证券新闻版的责任编辑，拿着基金记者写的稿子，完全不知道该怎样拟一条通俗易懂的标题。

投资者买卖一只ETF，就等于买卖了它所跟踪的指数，可取得与该指数基本一致的收益。ETF通常采用完全被动式的管理方法，以拟合某一指数为目标，兼具股票和指数基金的特色。

2017年底，市场上ETF的数量共141只，总规模达到了2320.65亿元。当年名字古怪的产品，后来成为市场上很有生命力的品类。

2004年11月底，备受市场瞩目的上证50ETF从幕后走向台前。这只中国内地首只交易所交易基金，由最初的理念萌生到产品发售尘埃

落定，从基础理论的艰苦研发到实践工作的步步为营，历经三年多的时间。

20世纪90年代，ETF在北美市场以惊人的速度迅猛发展的时候，国内资本市场的有识之士就预感到ETF旋风很快会波及中国。华夏基金作为国内首家ETF管理人，ETF的发展历程亦映照了其推出华夏上证50ETF的全过程。范勇宏在《基金长青》一书中用了很长篇幅来回忆这一过程："在ETF产品创新的过程中，证券交易所发挥着重要作用。1999年，拥有丰富数量投资经验的刘啸东先生离开华尔街，回国担任上海证券交易所副总经理，负责金融产品开发工作。他把创新重点放在ETF产品上。"

2002年6月，上海证券交易所提出上证180指数后开始研发追踪该指数的ETF产品。"我们立即启动了ETF研究工作，成立了以金旭副总经理为组长、滕天鸣为副组长的ETF工作小组，华夏基金几乎所有的产品研发人员都参与了ETF开发工作。"

2004年1月，上海证券交易所推出上证50指数，为上证50ETF的推出铺平了道路。

当月，多家基金公司就向上海证券交易所提交了授权开发ETF的申报材料。华夏基金拔得头筹。

但是作为一只创新产品，突破开发技术的同时，更难的是在法规、制度上创新。

"研发过程中遇到的各种问题达到数百个，经过反复讨论并达成一致意见的有55个，涉及产品设立、申购赎回、成分股交易和套利等各个方面。由于法律法规对ETF没有明确规定，如何解读条文并说服各方面临很大挑战。"

对于这些前所未有的新问题，时任副总经理金旭一方面带队与国际知名托管机构道富集团交流，借鉴对方的成熟经验，另一方面还需要与监管部门进行大量的沟通和协调。

“首先要把这种复杂的产品运行机制向监管部门、登记结算公司解释清楚，要让他们理解并支持，然后才能谈到进一步解决技术问题，进一步向上级部门上报方案。”

因为ETF这类产品有别于《基金法》提到的封闭式基金和开放式基金，从产品运行上来看，它属于半封闭半开放或基金，中国证监会无法骤下决定，也只能再向上请示，这更加大了产品落地的难度。

2004年4月，上海证券交易所与华夏基金在南京召开产品论证会，时任证监会主席助理桂敏杰参加会议。

会上，大家对ETF产品定位、产品特性、投资组合管理、会计与估值、信息披露及客户服务等问题提出了全面的解决方案。对存在争议的“是否设计股票认购方式、是否对中小投资者开放赎回、是否允许采用现金替代成本股进行申购赎回”等重大问题基本达成共识。

直到上述讨论的各项细节完善之后，国务院正式同意ETF作为“另行规定”的基金品种。有了特批，ETF才算有了法律依据。2004年6月，证监会批复上海证券交易所推出ETF；7月，上海证券交易所与华夏基金正式签订上证50指数使用许可协议。

《交易型开放式指数基金业务实施细则》和《交易型开放式指数基金登记结算业务实施细则》于11月23日由上海证券交易所和中登公司联合发布。11月29日，上证50ETF终于揭开面纱。

ETF不再只是书面概念和国外市场的经验之谈，也不再只是来自业界的讨论和媒体的宣传报道，上证50ETF实实在在地落地在中国资

本市场，投资者可以近距离体验这种高效的投资工具，通过一只产品透明、便捷、低成本地购买一揽子股票。

一开始的参与者还是机构占主流。

“证券之星”当时就ETF的相关问题发起了一轮网上调查，其调查对象都是以股票投资者为主。结果显示，93.24%的投资者不了解ETF，92.11%的投资者不了解上证50ETF。调查还显示，15.36%的投资者会投资ETF，72.45%的投资者不确定是否会投资ETF。

ETF复杂的创设，一、二级市场间的套利机制，这些对机构投资者具有相当大的吸引力。“套利”是因为ETF能够在两个市场交易，当价格出现背离时，投资者就能够从差价中获取收益。

由于上证50ETF一级市场的赎回门槛高达100万份，因此理论上“套利行为”对普通的散户而言比较遥远。以国泰君安为代表的一些证券公司，甚至专门为ETF开发了套利平台，方便大额资金利用一、二级市场的价差进行套利测算及下单。

2005年2月23日，上证50ETF在较大套现压力之下以低折价方式完成了上市的首日表演。全天成交份额为12.7亿份，换手率接近20%，当日投资者申购上证50ETF的金额超过了1.5亿元。北京证券一家营业部率先完成当日首笔套利。

而随着后期不断有新的指数ETF产品加入，ETF作为资产配置工具以及高效的交易工具，这些特质越来越为投资者所接受。截至2018年第一季度末，华夏上证50ETF资产规模从早期上市时不足60亿元增长到334亿元，其中个人投资者占到45.5%。而在2015年4月市场火爆时期，该基金规模一度超过520亿元。

当年跟ETF一样有着怪名字的LOF，也是属于基金产品创新家族的一员，虽然其创新性远不如ETF。

当时，封闭式基金投资者和基金持有人投资或变现只能通过交易所的交易系统转让实现；而开放式基金恰恰相反，只能在一级市场申购和赎回。这种只能“一条腿走路”的交易方式制约了基金交易的空间和效率，LOF的推出打破了两者之间的鸿沟，实现了一、二级市场的对接，对提高效率、扩大市场容量、价值发现等有重要意义。

在基金申购费率不像现在普遍打折的背景下，开放式基金的投资者在指定网点申购赎回基金的费用一般为1.5%，而通过深圳证券交易所交易系统买卖LOF的双边费用最高为0.5%，优势明显；同时交易所的交易效率远远超出一级市场的柜台式服务系统，使投资者避免等待的烦恼。

本质上而言，LOF是交易方式的创新。

对于LOF产品，投资者可以在基金公司申购、赎回，也可以拿去二级市场转让。前者可以在基金公司的一个账户里完成，后者就必须转到在证券公司开设的账户上，中间需要借助中登公司的TA系统。

在LOF推出前夜，中登公司将上海TA系统和深圳TA系统分开，这样LOF产品就可以像深圳和上海市场的股票一样，选择在一个交易所上市交易。

与上海证券交易所专注于ETF不同，深圳证券交易所把创新的目光放到了LOF基金上。2004年7月，深圳证券交易所与中登公司联合对会员单位发出通知：为了顺利开展LOF基金的发行、交易、转托管及相关登记结算业务，决定于2004年7月31日组织第一次全网测试。

2004年8月，经证监会批准后的《深圳证券交易所上市开放式基金业务规则》正式发布，共分8节29条，内容包括：总则、基金份额的发售、基金份额的上市、基金份额的交易与申购赎回、信息披露、停复牌与暂停终止上市、罚则等。

南方积极配置成为首只LOF，并于2004年12月在深圳证券交易所上市交易，博时主题、中银中国、景顺鼎益、融通巨潮、天同公用、南方高增长等LOF相继发行上市。

多年之后，LOF数量有很大的增加，但市场的受欢迎程度和交易活跃度远远不及同期的创新产品ETF。

当年LOF的诸多优势，随着开放式基金购买渠道的扩展和费率打折，尤其是互联网基金销售平台的崛起，在逐渐丧失。

## 基金“封转开”

2003年9月10日，上海都市媒体《新闻晨报》出现了一则不寻常的启事：一位名叫王源新的自然人投资者，希望征集基金银丰的基金持有人，讨论实施转换事宜。《新闻晨报》是解放日报报业集团旗下的一份都市媒体，发行量仅次于同城的《新民晚报》，证券新闻是其强势版块，拥有为数众多的股民读者。

这则启事，让封闭式基金的“封转开”事宜进入公众视野。而在此之前，“封转开”在业内小范围已有讨论和呼声。

基金银丰成立于2002年8月15日，9月10日上市，存续期为15年，管理人是银河基金。在设立时，该基金有明文规定：封闭运行一年以上，可由基金管理人或持有10%以上基金份额的基金持有人提议召开

基金持有人大会，讨论转换基金类型，即封闭转开放事宜。这也是封闭式基金中唯一一只在基金合同中明确规定运作满一年后，可由封闭式转为开放式的基金。

王源新的提议得到了其他基金银丰持有人的附议，附议的基金银丰持有人合计为38人。截至2003年10月14日，共持有基金银丰61898.7062万基金单位，占基金总份额的20.633%。其中，自然人30人，机构8家，包括中国人寿、中国人保、太平洋保险、新华人寿、泰康人寿、华泰财险、中保康联、金盛人寿等保险公司。

回顾2003年的市场，封闭式基金二级市场上的交易异常冷清，虽然也随股市出现过几次全面的上涨，但是不大的涨幅随之即消失在市场的快速下跌中。截至2003年9月底，在封闭式基金净值平均增长5.86%的情况下，基金市场的交易价格却步步偏离，平均市场交易折价率一路上升至21.15%。

对市场嗅觉灵敏的资金捕捉到了其间的投资机会。基金银丰就是一例，一位自然人投资者的“封转开”提议得到了市场广泛的响应。按照当时的提议，基金净值应在1元以上，而二级市场价格不足0.8元，如果“封转开”则意味着中间有20%左右的套利机会。在当年整体低迷、走势分化的市场行情中，这样的收益率可以说相当有吸引力。

11月3日下午2点45分，持有人王源新、严国华及他们的法律顾问宋一欣，来到浦东国家开发银行大厦里的银河基金管理公司。宋一欣的公文包里装着相关投资者打算向银河基金提交的《关于召开持有人大会讨论转换基金类型的提议函》和《附议函》。

由于投资者此次的行动并未事先知会基金公司，公司方面十分谨慎。在没有任何先例和流程可以参照的情况下，王源新把希望寄托在已获得通过的《基金法》上，“如果该公司继续拖下去，拖到明年6月《基金法》实施，就自行召集持有人大会”。

《基金法》规定：代表基金份额10%以上的基金份额持有人就同一事项要求召开基金份额持有人大会；而基金管理人、基金托管人都不召集的，代表基金份额10%以上的基金份额持有人有权自行召集，并报国务院证券监督管理机构备案。

12月22日下午，王源新在法律顾问陪同下，再次向银河基金提交了“封转开”《关于召开持有人大会讨论转换基金类型的提议函》和《附议函》。彼时，持有人的队伍再一次壮大，其中包含了自然人47人和9家保险公司在内的11家机构，共持有基金银丰份额占比24.5619%。

两次提议均无果。2004年4月，王源新等持有人决定诉诸法律，向上海市虹口区人民法院发起诉讼，但人民法院未予受理。

尽管《基金法》的实施为“封转开”提供了基本的法律支持，但就基金银丰的情况来看，当时的很多难题并没有迎刃而解。业内人士认为，相关执行细节问题并没有明晰，比如没有对基金转型的具体触发条件做出明确规定，包括转型前后的信息披露要求等，都需要进一步建立健全相关法规细则。

更大层面的问题是，虽然“封转开”是单个基金的市场行为，但实施后的集中赎回效应和风险扩散效应，却有可能造成整个市场的动荡。在当年封闭式基金面临全面大幅折价的背景之下，几乎可以预见，“封转开”将面临大面积赎回，基金管理人将不得不最大限度地抛售股票。在股市低迷的当时，基金业尚处于幼年阶段，监管部门在这件事情上采取了低调的态度。

基金银丰在后续的很多年里，仍然多次被持有人发起提议“封转开”推上舆论的风口浪尖。直到2017年7月26日，交易代码为500058的基金银丰，以0.986元的价格收盘之后，告别证券交易市场，后续转型为“银河研究精选”。

基金银丰因为“封转开”成为市场关注度最高的传统封闭式基金之一，并以最后一只“封转开”基金的身份退出了行业的历史舞台。

## “五朵金花”绽放的背后

2018年，巴菲特股东大会的现场据说有超过1万个来自中国的投资人，大家把这场一年一度的会议称为价值投资的“朝圣之旅”。

而在15年前，巴菲特对中国投资人而言还是比较陌生的名字。当2002年、2003年巴菲特旗下伯克希尔累计斥资4.88亿美元，买入中石油股票时，很多媒体和评论人这样介绍他的身份：全球第二大富豪沃伦·巴菲特。

这笔被外界质疑的投资，于2007年在伯克希尔出售时，净赚超过30亿美元。

那时候研究巴菲特投资理念的人凤毛麟角，即便是在资产管理行业。

当时的A股市场盛行的是庄股投资文化。主力资金、重组概念、题材股……这是长期占据市场的投资风向标。每天聚集在证券营业部的股民，私下交流着来源不明的“内部消息”和股评家的“重磅推荐”，这成为他们下单时重要甚至唯一的理由。

“不要说个人投资者，连机构投资者都是跟风操作比较多。”所谓基于上市公司基本面分析的价值投资，从身为“卖方”的证券公司研究所到基金公司，都缺少一套完整的投研流程、决策系统和人才储备。

这种状况在2003年发生了彻底的改观。

几只资本市场老庄股的谢幕，成了市场中新老力量切换的重要标志。2001年，世纪大牛股银广夏弥天大谎被戳穿，该股复牌后连续15个跌停板。2002年，又一“绩优股”蓝田股份神话破灭。而德隆集团2004年4月垮台，更标志着盛极一时的庄股时代逐渐落下帷幕。

旧的手法谢幕，新的投资理念点燃生命之火。

中国经济进入新一轮高增长周期，石化、钢铁、汽车、电力和银行五个行业成为那个时代的主要受益行业，被投资者誉为“五朵金花”。基金从2003年初开始前瞻配置上述五大行业，推动行业价值发现，充分享受了蓝筹股上涨带来的收益。

2003年，钢铁板块的整体涨幅达30%，汽车股整体涨幅达12%、石化板块整体涨幅为18%、电力涨幅达10%，其中的龙头股有更好的表现。截至2003年12月16日，上海汽车的最大涨幅已达136%，宝钢股份为92.45%，中国联通为43.61%，招商银行为71%。

2002年9月，博时基金管理公司旗下首只开放式基金被定名为“价值增长”，担任“价值增长”基金的基金经理的肖华，一年后迅速成名于市场，成名作就是多年后仍然被市场津津乐道的上海汽车。当时肖华敏锐捕捉到经济增长对国内汽车行业的整体推动，提出“分享中国经济增长”成果的战略投资。到2003年底，博时“价值增长”累计净值达到1.313元，累计为投资人分红达每10份1.18元。

“其实当初博时提出价值投资的概念，是相对投机的概念来讲的。当时，市场上有一种观点认为中国的上市公司没有长期投资的价值，大家都在做‘短炒’。可以说，当时提出的价值投资的概念实际上是长期投资的概念。”肖华在之后的两三年经历所重仓的上市公司跌宕起伏之后，亦有反思：长期投资的理念不是针对一两只股票的，不要把价值投资的标签简单地贴在一两只股票上；不能将长期投资简单理解为，买一只股票，放三至五年，不管公司和行业的变化，等三五年后

就成倍地赚钱；投资是一个动态变化的过程，要时刻盯住这只股票的价格与公司内在价值的变化。

当时还在华夏基金担任基金经理的江晖，很早就开始“潜伏”在宝钢。“我们通过基本面分析发现宝钢业绩非常好，但是股价完全没有反应。我觉得公司只要业绩好又在不断分红，后面自然会值钱。”在统计专业出身、擅长债券投资的江晖眼中，这都可以像债券一样算出绝对收益。2000年宝钢上市时，江晖研究它的招股说明书，颠来倒去地看，整整研究了15天，把公司业务研究透了。他之后多次去公司调研，见公司领导、提问题，深入了解企业的各个方面。“宝钢，2003年前我们已经拿了很久，它只是涨得比较慢。后来去调研公司时，我发现公司还没有我们那么有信心。我们把宏观、行业数据全部列出来给他们看，公司管理部门觉得我们在帮助他们扩大视野。这就很有价值。”

严格意义上讲，作为监管最为到位、信息披露最为充分的机构投资者，基金选择“价值理念、组合投资”既是管理部门的要求，也是体制的必然。因此，当市场最终选择回归理智，早已主动或被动走上价值投资之路的基金，其先发优势最为明显。

“早期的话，其实基金也是做价值投资，当然研究的深度可能不一定够。那时候整个市场环境可能也不太认同基金的一些东西。”说这话的是王亚伟，曾经是华夏大盘精选基金经理，作为华夏基金初创团队的一员，他见证了基金行业在投资理念、投资方法、投资流程方面摸索、进化的过程。

“2003年之前，中国市场还是一个庄家和散户的市场。基金的进入其实打破了原有的这种格局，或者其实那时候还没打破，更多的是一股新生的力量。”

在珠海基金业联席会议上，证监会主席尚福林表示，我国投资基金业要抓住全面建设小康社会的历史机遇，坚持以发展为中心，大力促进基金的规范发展，努力使基金成为证券市场的中坚力量。在监管部门大力支持的背景下，同期基金公司数量以前所未有的速度增长，仅2003年一年就有29家基金公司开业或获准筹备。2003年底，基金公司数量达到50家，规模快速发展。基金成为股票市场投资力量的重要一支，还有一个数据可以证明：2003年第一季度末，基金所持股票市值首次占市场流通市值的5%，基金的投资行为与投资理念在市场中越来越重要。

当年的基金年报统计显示，104只基金共计盈利139.92亿元，15只偏股型开放式基金平均净值增长18.96%，54只封闭式基金净值增长20.64%。基金行业的规模壮大及“五朵金花”的绽放，使早期一直居于配角的价值投资理念开始占据上风。

2003年，价值投资理念的崛起，不单是基金的贡献，还有社保基金投资管理人正式开始运作，QFII入市，这些因素的共振，最终让“金花”绽放。

当时，瑞银中国第一单的四只股票，袁淑琴解释说选股标准都是从基本面的角度来分析。

首要标准是市值和流通量要大，瑞银选择的都是大型或大中型企业，宝钢股份、上港集箱、外运发展、中兴通讯4只股票中，总市值最大的是宝钢股份，有70多亿美元；小一点的如中兴通讯，也有4亿美元，流通盘相对较大。

第二个标准是公司治理与管理部门的透明度，管理部门必须要与投资者保持良好的沟通。

第三个标准是公司的盈利增长能力要比较强，而且盈利能力应与其股价相匹配。

第四个标准是行业，这些行业必须能从中国经济增长中获益，而公司最好是行业的龙头企业，另外，在其他市场买不到的股票也是非常好的投资目标，如港口股等。

瑞银中国特别强调，国际投资者的着眼点是长线投资，不会在乎股指的一时涨跌，因为他们对A股市场长期看好。只要上市公司的股价与其相对应的盈利增长能力处于合理的区间，他们就会进行投资。

这种有代表性的来自国外成熟市场的价值投资理念，随着QFII正式进入中国市场，也推动行业景气度高、低市盈率、高成长的公司被不断挖掘出来。或许对QFII而言，2003年进入中国更是“生逢其时”。

成立于2004年末的富通扬子基金，其国内的投资顾问团队来自海富通基金。这只QFII在成立两年半时间里净值增长431%，时任该产品投资主管的陈家琳解密过其间的投资细节：这是一只传统的股票型基金，始终保持近乎满仓的股票仓位，长期策略是买入并持有具有良好成长性且估值合理的A股股票。“治理结构好，管理部门出色，投资逻辑有说服力，估值合理”，陈家琳总结扬子基金选择股票的4个原则。

价值投资理念的兴起，不仅是源自基金行业的一枝独秀，也是社保基金、QFII等理性机构投资者的合力结果，更重要的是，当年所处的中国整体经济复苏的大趋势，尽管有非典当道，但2003年GDP增速仍达10%，随后经济增速连年创新高。

还原当时的证券大背景，我们还会看到2003年证监会启动了持续三年对证券公司的综合治理整顿，对整个行业投资生态的安全和稳定，具有非常积极的意义。

在上一轮熊市中，证券公司的各种违规行为在市场热情的退却中逐渐显露。2002年8月，鞍山证券被民族证券托管。

2003年8月，证监会召开“证券公司规范发展座谈会”，对证券公司提出严禁挪用客户交易结算资金、严禁挪用客户委托管理的资产、严禁挪用客户托管的债券的“三大铁律”，这一座谈会被业界誉为“历史里程碑”，由此拉开了证券公司综合治理的大幕。

12月，证监会发布修订后的《证券公司内部控制指引》，对证券公司内控提出进一步要求。12月28日，证监会进一步公布《证券发行上市保荐制度暂行办法》，决定从2004年2月1日起施行保荐人制度，证券公司开始真正关注企业质量，这给证券公司的投行业务带来了深远影响。

2003年的价值投资理念并没有顺利成为市场的绝对主流，在随后的2004年就遭遇了挑战。随着4月宏观调控重拳出击，市场掉头向下，基金重仓股纷纷破位，基金净值全线大幅下跌，对“价值投资”的种种疑问和质询纷至沓来，有人嘲讽地将“价值投资”改为“价值投机”，甚至怀疑基金实为合谋“坐庄”，却讲了一个美丽的关于价值投资的故事。

动态地看待价值投资理念成为很多基金经理的共识。“价值投资理念是有强大生命力的，在国外发展这么多年也没有过时。但价值投资的内容在不断丰富。价值判断的标准也在不断地变化，它是一个动态的东西。对一些具有成长性且可以持续的行业或公司，静态的市盈率指标不能反映其真正的价值。”王亚伟说道。

时任中信基金投资总监的丁楹则从另外一个角度阐述了对价值投资的看法：“宏观经济、行业变动、消费结构的改变都有可能使上市公司的估值发生变化，那么当公司盈利水平因紧缩而发生骤降，比如因销售大幅下降而使利润大减时，对公司的估值则应下调。”

在2004年的市场跌宕中，基金公司对于价值投资理念的冷静反思和深度总结，也让基金公司在日后的投资中呈现出不同的投资风格。比如易方达基金就将“研究创造价值”作为自己投研文化的座右铭；而在市场反复中扛住压力坚持持有伊利股份、上海汽车的博时基金则坚定了要做“价值发现者”的信念。

“我们在与华尔街主流机构交流中发现一个规律，就是那些牛市表现一般的基金经理长期反而能跑赢市场。”当时在博时基金担任社保组合基金经理的归江，多年后投身私募，是业内公认的深度价值投资者，他相信历史会在中国重演，但现实中价值投资的实践也跟客户资金的属性息息相关。

“价值投资威力的显现依赖于投资时间，而在资产管理业，‘时间’却是投资人给你的。因此，我们发现，在有大量便宜好股票时，投资人不给钱甚至抽走钱；而在市场最热、风险最高、没有股票可买时，客户却追着给钱要买股票。公募做价值投资的难度就体现在客户结构分散，群体行为难以预测，沟通成本巨大。而类似社保这样的资金会有优势。”归江说道。

十多年后市场公认的价值投资模范标的——贵州茅台于2001年8月27日上市。有一位年轻的基金研究员，2002年去贵州茅台调研，当时去看了公司生产线，那种像看“印钞机”一样的感觉在他心中留下了深刻的印记：“我把公司的招股说明书反反复复看了很多遍，当时感觉写得真好，里面隐含了很多很重要的信息。”回来后，研究员向公司提交了一份研究报告，用三个核心理由强推贵州茅台。

第一，消费升级。即使在整个白酒行业消费总量不会有太高增速的情况下，随着收入提高、消费升级，高档酒的占比会大大提升。

第二，贵州省茅台独特的生产工艺，生产出来的全部都是高档酒，没有低档酒。而行业其他白酒品牌的良品率远远低于茅台。

第三，高档酒有很高的壁垒，品牌的壁垒，要求很高的品质稳定性。

现在看来，这些基本面分析逻辑在过去16年中并未发生根本变化，但贵州茅台已经从一家78亿元市值的上市公司成长为市值过万亿元的上市公司。这个毕业后就加入君安证券担任行业研究员的年轻人，比较幸运地在1996年就从《一个美国资本家的成长》一书中知道了巴菲特，他用巴菲特和芒格挖掘“喜诗糖果”的投资逻辑发现了中国的“喜诗糖果”——贵州茅台。在2005年担任基金经理之后，他重仓茅台，即便在极端行情中有过减仓，但茅台从来没有移出过他的重点股票池。

这个具有价值发现眼光的研究员就是陈戈，现任富国基金总经理。

在当时的时代背景下，像陈戈一样以基本面分析出身的投研人员并不算多，很多同行来自证券公司自营、营业部、保险机构等，但随着基金公司投研体系愈加注重基本面研究和科学决策流程的建设，新的投研人员加入行业一开始就要接受全面的专业分析训练，价值投资的理念和方法论才真正意义上在基金业有了长期、持续的实践。

---

1. LOF（Listed Open-Ended Fund）是“上市型开放式基金”的英文缩写，投资者既可以在指定网点申购与赎回基金份额，也可以在交易所买卖该基金。

## 第二节 2004年 理念嬗变

### 六套法规护航

2004年，基金监管的主线毫无疑问是“一法六规”。

2003年11月1日，《基金法》座谈会上透露出的信息显示，监管部门首先要为贯彻《基金法》做好准备工作，调整、制定与《基金法》相配套的规章；其次，要根据《基金法》的规定，充分发挥行业协会自律管理的作用；最后，基金业界要调整观念，深刻理解法律，严格依照法律运作。

时任中国证监会基金监管部副主任洪磊回忆：“当时的基金部主任张景华画了一张图。一个基座，四根柱子：机构，产品，人员，信息披露，就是所谓的‘四梁八柱’，来支撑起一个市场。他当时就提出这样一个基本框架。”后来他和刘建平等人开始了具体的细化工作。

细化工作主要在五个方面：一是公司治理准则；二是公司的内部控制指导意见；三是运作管理办法；四是高级管理人员管理办法；五是信息披露管理办法。

前两个方面得到了监管部门极大的重视，尤其是第二方面，称得上是基金部后来整体走向国际化的一个重要的起点。

基金监管部刚刚筹建的时候，已经发布过一份公司内部控制指导意见，里面包含一些基本原则，即健全性、有效性、独立性、相互制衡性、成本效益。

“就这五个原则，但是后面公司怎样去落实，并没有很明确。”洪磊在基金公司担任总经理时深感规则明晰的重要性，到了证监会开始制定《基金法》配套法规时，洪磊把解决这个问题，即明确公司内部控制的基本要素和主要内容放在了非常重要的位置。

通过向安永事务所等境外机构深入学习经验和反复讨论，最终从投资环节、信息披露环节、信息系统控制环节、会计控制环节，监察和控制环节五个环节，结合中国实际，提出了76个风险控制点。

在6月1日《基金法》启航的半年时间里，证监会先后推出六大细则为其保驾护航。

6月4日颁布的《证券投资基金运作管理办法》规范了证券投资基金的募集、基金份额的申购和赎回、基金财产的投资、基金收益的分配、基金份额持有人大会的召开，以及其他基金运作活动。7月4日颁布的《证券投资基金销售管理办法》规范了证券投资基金销售，包括基金管理人或者基金管理人委托的其他机构宣传推介基金，发售基金份额，办理基金份额申购、赎回等活动。《基金托管管理办法》则力求规范证券投资基金托管资格管理，维护托管业务竞争秩序。此外，还有《基金信息披露管理办法》、《基金公司高管人员管理办法》和《基金管理公司管理办法》。

“《基金法》出台后，相关配套法规由国务院证券监督管理部门来制定，落实《基金法》对我们来说，第一项任务就是配套《基金法》的部门规章，要在规定时间内出台。这是我们在2004年非常重要的一项工作。”

莫泰山回忆，当年这套法规所包含的运作办法、销售管理办法等框架，多年之后基本没有大的变化，说明当时那些东西还是相对经得住实践检验的。

当初勾勒的法规简图，经过基金部一处的反复细化，到2003年年中已形成了比较成熟的构建图。

“拿到一处的材料，我当时一看非常兴奋，马上安排周末去培训中心进行全员讨论。”彼时履职基金部主任不久的孙杰，清楚地记得那个周六的讨论会从上午9点半开到下午3点，用了5个多小时的时间把后续要推出的法规一一理顺。“后来证监会主席在办公会上讨论《基金法》，要求配套法规在2004年一年之内拿出来，压力很大，但还是完成了，之前的基础工作功不可没。”

曾任职于证监会基金部的陈星德至今还保留着当年那份架构图，架构图充分体现了当时及若干年后基金法规体系的完善及出台脉络。

在架构图中，从法律到行政法规再到证监会部门规章（主席令）最后到证监会规范性文件，从《基金法》自上而下，大大小小涉及40部基本法及法规、准则、指引等。涉及的层面包括基金管理公司、基金托管机构、基金销售机构、基金注册登记机构、基金评级机构、证券投资基金、私募基金、委托理财、信息披露、人员资格及操守、监管体系、QFII。

关于证券投资基金，证监会规划了如下法规：《证券投资基金管理办法》、《证券投资基金审批规则》、《封闭式基金发行、上市及交易规则》、《开放式基金申购、赎回管理暂行规定》、《证券投资基金投资管理暂行规定》等。

“这些法规的设计非常细致，主要是说清楚了之前运作的一些难点怎么操作，比如说基金公司10%投资比例限制，如果股票涨得超过了比例，是按市值算还是按成本算？又比如持有人大会到底怎么开？封闭式基金转开放式基金就面临这个现实的问题。再比如巨额赎回，虽然没有发生过，但如果遇到了应该执行怎样的操作流程？”莫泰山回忆起当时法规的拟定过程，满满都是细节。

“一法六规”以及与其配套的规则、指引等法律文件构成了我国基金行业新的法制框架。陈星德后来离开证监会在国投瑞银基金公司任职时曾发表过一篇论文《证券投资基金利益冲突规制探析》，评述了当时这套法规体系的特点。

首先，《基金法》以信托制度构建证券投资基金的基本法律关系，使基金管理人和托管人承担严格的信托受托人的责任。基金份额持有人则处于更有利的信托委托人和受益人的地位，基金财产作为信托财产，具有法律独立性的保障。

其次，建立了比较完整的基金当事人内部制衡框架。例如，基金财产托管人要承担《信托法》中的共同受托责任，特别强调托管人负有监督基金管理人行为的职责；建立了比较完整的基金份额持有人对基金管理人和托管人的监督制衡机制，明确规定了基金持有人的权利，包括受益权、知情权、表决权、诉讼权、剩余财产分配权等；还构建了基金份额持有人大会制度，使基金份额持有人对有关基金的重大事项能够行使“用手投票”的权利。

最后，在外部规制方面，《基金法》对自身和关联人的利益处于与基金相冲突的地位的关联交易，采取了从严的态度。《基金法》及其配套法规还建立了比较全面的信息披露制度。明确关联交易、费用变更等属于应当公开披露的重大信息，出具审计报告或者法律意见书的会计师事务所、律师事务所要对所出具的文件承担责任。监管机关具有较大的调查和处罚权，介入市场准入机制和资格管理，以及基金募集、交易、运作和清算的整个过程。对受托人的法律责任，特别是民事责任的规定比较具体。

2004年3月1日在上海举行的基金业第27次联席会议上，孙杰表示，今后一段时期基金业发展的目标与监管的主要思路是：进一步提高基金整体规模及其在资本市场中的比重，充分发挥基金的积极作用；继续推动开放的、多元的、优胜劣汰的市场竞争环境的形成；努

力为基金业的持续健康稳定发展创造良好的发展环境；加强和完善监管，提高基金业的社会公信力；继续加大基金业对外开放的步伐。

回头来看，2003年确实是基金行业自规范以来发展最快的年份。全年新增基金39只，基金总数达到110只，全年基金首发规模达到678亿份，开放式基金规模首次超越封闭式基金，新增开业基金管理公司13家，其中中外合资公司8家。

在2003年市场疲软无力的背景下，以“五朵金花”价值发现而声名鹊起的基金业，整体业绩表现良好，加权平均净值增长20.27%，超过了上海证券综合指数涨幅。基金在资本市场上开始发挥机构投资者的重要作用，基金投资行为日趋规范，基金产品创新迭出，社保基金正式开始受托管理，QFII试点引入资金140亿元人民币。

在这次联席会议上，除了法规体系建设之外，时任证监会主席助理桂敏杰针对基金公司业务发展也提出了明确的方向，简而言之就是：基金管理公司要找准市场定位，树立品牌；要发挥基金制度优势，理性投资、规范运作；要重视持续销售和投资者服务。而监管部门也会加强市场化，简化产品审批程序以及完善基金公司股东出资转让监管，提高公司治理水平。

可以说，2004年是基金业的法规年，在《基金法》的框架下，整合基金监管规则，完善基金法规体系，为基金业后续业务的发展打下了基础。而其中尤为重要的是，系统调整基金规则的过程，还要充分兼顾贯彻实施的情况，有指导，有执行。

“通过这6个规章来总结过去的成功实践，把监管过程中发现的问题都体现出来，违规其实是一个行业的经验和智慧的结晶。制定法规并不是闭门造车，整个过程既有监管部门牵头，也请了业内人士一条一条地提建议，一份规章类似的征求意见会就不下四五次。”在莫泰山

看来，立法是监管的基础性工作，监管法规的完善是一项长期任务和系统工程，能成功运用于实践的法规才是有生命力的。

2004年，证监会对基金行业的工作重点聚焦在完善基金法规体系、推动基金管理公司开展受托资产管理业务、推动基金销售体系建设、引导和促进各类机构投资者进入证券市场、加强基金监管、促进基金业健康发展、支持基金业务创新、继续推进QFII试点等方面，并集中力量对基金业发展的重大问题进行研究，为基金业发展提供理论和制度准备。

2004年8月26日，北京顺义，国家会计学院，第28次基金业联席会在此召开。据说，与前两天沉闷的证券公司会议不同，当天的基金会议上笑声不断，气氛热烈。彼时，基金行业的管理规模突破3000亿。

会上，时任证监会主席尚福林谈及尚处于起步阶段的中国基金业，认为还具有较明显的阶段性特征，需要强化监管，创新发展。而作为管理机构的证监会，将进一步推动简化审批工作，努力营造更有利于基金发展的政策环境，建立以市场为主导的创新机制，进一步促进基金业发展。

以证监会副主席身份亮相的桂敏杰通报，《基金法》的配套规则，即6个部门规章，当天上午刚刚获得国务院批准。

这是令与会人员兴奋的事情，当天42家开业的基金公司的总经理全部到会，多家基金公司的董事长和督察员也参加了会议。

此前6个部门规章以主席令的方式正式公布的已有3个，分别是《基金运作管理办法》《基金信息披露管理办法》和《基金销售管理办法》。其余3个规章获得国务院批准，很快陆续推出。

第28次基金业联席会结束后，基金监管部和证券业协会联合举办了为期两天的“证券投资基金法配套规则培训班”。130余名基金管理公司的总经理、督察长和托管银行基金托管部的负责人参加培训并进行了考试。

“值得注意的是，与《基金法》相配套，公募基金的法律法规及自律规则有210多项，对销售管理、投资运作管理、信息披露管理、从业人员管理、合规管理、风险管理等方面进行了明确规定，风险自担的产品设计和销售规范、强制托管制度、每日估值制度、公平交易制度以及严格的监管执法，令公募基金成为信托关系落实最为充分、投资者权益保护最为有效的行业。”十多年之后，现任中国基金业协会副会长郑富仕回顾基金行业法规体系的建设时，如是总结。

## 治理结构优化

基金管理公司中曾经有一个很特别的角色——督察员，其职能是全权负责公司的监察稽核工作。督察员的任免要报证监会核准。

督察员可列席公司的任何会议，对基金运作、内部管理、制度执行及遵规守法情况进行内部监察、稽核，并独立出具稽核报告，报送证监会和管理公司的董事长，如发现管理公司有重大违规行为，要向证监会报告。

督察员具有双重身份，作为监管部门履行监管职能的延伸工具和作为公司内部独立于公司日常经营管理部门的监督员。

2004年围绕基金法推出的六项配套法规之一——《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》，将督察员改为督察长，并在监管职能的改变上做出了详细规定。

曾任职于证监会基金监管部的汤进喜回忆说，之后还出台过《基金管理公司督察长管理规定》，这是第一份以职位为规范内容的文件，体现了监管部门对督察长岗位的高度重视。通过《督察长管理规定》的施行，在日常监管中加强了对督察长的履职要求，在基金管理公司提升合规意识、树立合规理念方面发挥了重要作用。

督察长需要履行职责，对公司各项制度、业务的合法合规性及公司内部控制制度的执行情况进行监察、稽核，由总经理提名，由董事会聘任。督察长角色的设置，可以说是贯彻了基金公司内部控制管理的监管要求，从保障持有人权益角度，进一步提升了合法合规运作水平。

而2004年10月证监会对基金公司进行的全面普查，亦被视为对基金公司内部风控合规的监管要求的落地。由证监会基金部、属地证监局人员组成的检查小组，对位于上海、北京、广州、深圳的基金公司进行彻底、全面摸查，检查的主要内容是：《基金法》的执行情况、投资制度情况、业务流程、业务发展等。

同期，由证监会牵头的一个调查小组则赴各地对合资基金公司展开调研，这个调查小组的任务是摸清合资基金现状，以及评估外资股权增加到49%后对基金公司的影响，为即将到来的股权调整做准备。

2004年10月1日正式实施的《证券投资基金管理公司管理办法》第11条规定，“一家机构或者受同一实际控制人控制的多家机构参股基金管理公司的数量不得超过两家，其中控股基金管理公司的数量不得超过一家”。这在业内通常被称为“一参一控”，俗称“1+1”原则。

在“1+1”原则约束下，出于对外合资，或是从建立金融控股集团的高度构建自身具有控制地位的基金公司的考虑，证券公司转让基金公司股权的情况频频发生，“老十家”基金公司几乎全部卷入了这场纷繁复杂的股权变局之中。

进入2003年下半年，南方基金、嘉实基金、华夏基金、国泰基金和富国基金5家基金公司的股权转让和调整方案得到确认实施，南方证券、广发证券、华夏证券和宏源证券分别从南方基金、嘉实基金、华夏基金和国泰基金4家基金公司中退出，股权转让后，华泰证券、中煤信托投资公司、西南证券和北京市国有资产经营有限公司分别成为南方基金、嘉实基金和华夏基金3家基金公司新的第一大股东。富国基金则因加拿大蒙特利尔银行的增资入股而转变为中外合资基金管理公司。

而在后来的若干年中，作为基金行业治理机构最根本的股权问题，其带来的股东利益平衡、经营层考核机制、业绩排名指标等问题都被市场反复讨论和聚焦。

从行业之初就为基金公司所关注的股权激励问题，也随着行业在2003年、2004年迎来大发展，开始在部分基金公司研究酝酿。

2003年，与境外金融机构进行合资谈判过程中，为保持南方基金管理部门的稳定，股权激励计划被作为与外方谈判条件之一提出。虽然由于种种原因，合资基金谈判终止，但通过股权激励机制建立自我保护的意识在南方基金渐次蔓延开来。

2003年12月7日，时任博时基金总裁肖风在中国基金论坛专题报告中提出，从基金行业发展规律出发，合伙人制度和员工持股等混合所有制是非常合适的选择。

作为“以人为本”的基金行业，在合资公司大量进入的背景下，人才抢夺战势必愈演愈烈，建立富有竞争力的股权激励机制迫在眉睫。而在基金公司股权变动的背景下，如何通过股权激励的方式让经营管理部门持股，保障其合理的话语权和经营稳定性，这亦是当时基金公司广泛的内生性诉求。

基金公司的股东条件甚为严格。《基金法》规定基金公司主要股东必须具备从事证券经营、证券投资咨询、信托资产管理或者其他金融资产管理的资格，经营业绩良好、注册资本不低于3亿元人民币等条件。专家认为，《基金法》只是规定了“主要股东”的条件，这在一定程度上给其他股东留出了余地。

## 基金股东意识的觉醒

在优化自身治理结构的同时，基金在上市公司治理中的作用也得到了体现。

2003年8月26日，招商银行发布了一则公告。公告称招商银行拟发行不超过人民币100亿元的可转换债券。这份中国证券市场有史以来规模最大的上市公司可转换债券融资方案，一定程度上触发了基金股东意识的觉醒。

9月12日下午2点5分，深圳招商银行大厦5楼会议室，随着主持人——中金公司董事总经理杨昌伯——宣布“招商银行2003年中期业绩交流会”正式开幕，华夏基金、长盛基金、博时基金、鹏华基金、易方达基金、南方基金、富国基金等基金公司的基金经理及世纪证券的代表作为流通股股东，在会上向招商银行管理部门及中金公司展示了一份名为“坚决反对股权割裂下掠夺式再融资”的声明，要求招商银行放弃发行100亿元可转换债券。

2003年10月15日，招商银行临时股东大会上，方案最终获得通过，但众多基金机构事后发表了“部分流通股股东关于对招商银行股东大会通过发债议案的联合声明”，坚持表示反对。

但峰回路转的是，银监会12月的政策拓宽了银行的融资渠道，招商银行有了新的选择——发行次级债。

次年2月18日，招商银行董事会在公布2003年年报的同时，宣布了两条被市场认为是向流通股股东示好的消息：一是10转增2的资本公积金转增股本预案；二是修订可转债方案。

事后看来，招商银行可转债事件已不单单是一家上市公司再融资的行为，关于流通股股东权益保护问题的大讨论已由此引发。如果没有基金联盟挺身而出，以小股东的实力，或许不会有后面的结局。

在事态的发展进程中，基金经理将自己定位为流通股股东代言人，担负起唤醒一般投资者、上市公司、管理部门重视流通股股东利益的责任，体现了对上市公司的制衡力量和积极的股东主义。

# 第五章 沸腾岁月（2005—2007年）

不要因为走得太远，忘了我们为什么出发。

——纪伯伦《先知》

2005年的中国出现了一个热词，叫“草根选秀”。那一年，“玉米”们投票海选出他们的“草根”明星李宇春。十多年过去了，那一届的“超级女声”仍然活跃在歌坛。

2006年，德国世界杯1/8决赛，意大利对阵澳大利亚，黄健翔“灵魂附体”的惊天一吼，成为多年以来被津津乐道的段子。

2006年5月20日下午2点，三峡大坝上激动的建设者见证了大坝最后一方混凝土浇筑完毕的历史性时刻。

《新牛津美国词典》收录了“播客”一词，是因为苹果卖出了数百万台iPod数字多媒体播放器，人们开始将语音上传网络进行“广播”。词典主编没有料到这个词能在未来5年一直流行。事实上，最近几年，播客行为不只是流行那么简单，国内很多以此为商业模式的媒体平台已迅猛发展。

2005年春天，中国股市正备受煎熬，5年熊市让大部分的投资者损失了七八成市值。对于A股市场，6月6日是一个痛苦的日子，在这一天，上证指数的1000点被击穿。6月6日11点3分，上证指数迅速跌落1000点之下，最低探至998.22点。股市创8年来新低。

上证指数被腰斩，相当数量的大资金灰飞烟灭。只有在2003年、2004年积蓄了能量的基金元气尚存，在一些大蓝筹股中坚持着。

汇添富在2005年6月发行第一只基金汇添富优势精选，正值上证指数下挫1000点。在市场信心极度低迷的背景下，发行非常艰难，公司自有资金认购，谁也没想到两年之后，这笔看似不得已的投资收益为当初的5倍。

就在市场击穿1000点前后，中国证券市场正迎来前所未有的“革命”。

2005年的“五一”长假还有“黄金周”，人们可以从容地安排举家出游数日。但对股票投资者而言，那年的“黄金周”十分不寻常，证监会选择在4月29日，即长假开始前最后一个交易日，发布股改试点正式启动的消息。

显然，监管部门希望市场各方能够利用长假休市时间做出理性应对，尽量减少新政策出台可能带来的震荡。同时，监管部门也有相对充裕的时间来收集各方反馈信息，完善下一步的有关规则。

这场股改政策的核心，就是由非流通股东向流通股东支付对价，以赎买流通权。中小投资者在这场股改中拥有了话语权：非流通股股东是“索赔”对象，是否同意流通，完全由流通股股东决定，按规则，必须经参加表决的流通股股东所持表决权的2/3以上方可通过。

而基金，作为流通股东最重要的一支投资力量，在这一刻释放了自己的力量。

此后不到三年时间，基金行业的发展一骑绝尘。

上证综指从2675.47点起步，一路高歌猛进，最高飙至6124.04点，2007年年终报收于5261.56点，全年涨幅高达96.66%，蝉联全球第一。股民将歌曲《死了都要爱》改编成《死了都不卖》《我站在中石油48元之巅》，风靡网络。

2006年12月，嘉实策略优选400多亿一天发行收官，进入2007年牛市奔腾的时间，一周能看到多个基金产品上百亿规模的消息。

2007年年底，市场上全部364只基金资产规模超过3.2万亿元，是2006年年底的3.82倍。华夏、博时、嘉实、南方、易方达、大成、广发、华安、景顺长城等9家基金公司成为“千亿俱乐部”成员。前三家公司管理规模更是超过2000亿元。

中国基金业还未满10岁，已经直面沸腾炙热的岁月。而这3年，正是基金真正意义上“飞入寻常百姓家”，“普惠金融”的力量从蓄势发展到喷薄而出。

数据说明一切。

截至2007年年底，公募基金行业的资产管理规模从2005年初的3246.29亿元起步，经过3年的增长，达到历史性的32761.74亿元。而仅仅2007年当年，这个规模就增长了2.4万多亿。2004年至2006年，基金开户数快速增长，从2004年的542.9万户猛增至2006年末的2052.77万户。2007年，股指在大牛市中冲上6000点，基金开户数也实现跨越式增长，突破1亿户大关，达到1.49亿户。

# 第一节 2005—2006年 爆发前夜

## 股改行情迎风而上

2003年11月10日，上任证监会主席不足一年的尚福林首次在三大报发表署名文章，亮出了“中国股市存在股权分置问题”的观点。他明确表示，“在解决如股权分置、上市公司部分股份不流通等对市场影响重大，涉及社会公众股东利益的问题时，必须切实保护公众投资者的合法权益，这有利于维护市场的平稳发展”。

2004年1月31日，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》正式发布，首次明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”，并指出，在解决非流通股上市流通问题时，要切实保护投资者，特别是公众投资者的合法权益。

2005年3月“两会期间”，时任国务院总理温家宝回答记者关于股市的提问时，称要“稳妥解决历史遗留问题”。一个多月后，股权分置改革启动。

5月8日，长假后第一天的下午，首批试点公司名单出炉。三一重工、金牛能源、清华同方、紫江企业4家上市公司入围首批试点公司。

4家试点公司停牌，整个市场议论声起。一时间，4家公司及其对价方案成了“靶心”。由于方案大体上以非流通股送3股左右给流通股股东为轴心波动，低于不少人的预期。这时，不仅原先视全流通等于大扩容而恐惧的人看空后市，许多原先支持股改的专家学者也因股改试点方案与自己的建议不和，转而抨击股改试点方案。

三一重工率先公布全流通试点方案：10股送3股派8元现金。在方案出台之前的9日，非流通股股东——三一集团，与身为机构流通股股东的三家基金之间进行了一次“激烈”的交流。当日下午3点，申万巴黎盛利精选、中信经典配置以及博时裕富等三家基金代表齐聚三一重工位于长沙经济技术开发区的总部，与公司董事长梁稳根在内的4名高层人士会面，对股改方案进行讨价还价。

“对机构投资者来说，股票补偿的意义远远高于现金补偿。”时任申万巴黎盛利精选的基金经理张惟闵说。他来自台湾，时任公司投资总监。他在会上提出了10股送3.9股但取消派现的方案，“依10股送3股派8元，隐含非流通市值有47.5%溢价，隐含股价为12.5元，非流通股东让利仍有空间”。

经过激烈的博弈，三一重工最终将方案改为10股送3.5股派8元，大股东同时承诺“试点两年后”“股价19元以上”才出售股份。

在一个月之后的投票大会上，这个妥协后的方案终获通过。

虽然三一重工最终的方案并没有完全实现基金公司最初的想法，但这种对价协商的效果，对基金公司参与股改的主动性和话语权有了很大的推动。在这以后，基金公司开始逐渐发挥其作为机构投资者的强势地位，不但有赞成票，也纷纷出现反对、弃权的表态，市场化的股改谈判格局出现了。

在此背景下，监管部门亦在不断强调基金对于一家上市公司股改方案的投票应该有科学的决策流程，由公司层面，如投资决策委员会决定，而不能仅由基金经理决定。

5至6月，尤其是沪指在6月6日跌破1000点之后，市场上笼罩了一片悲观情绪。

黎明前的黑暗总是显得格外漫长。两个月之后，大部分基金发布的半年报已经纷纷开始看多，认为股改提升了股票的整体投资价值，很大程度上将封杀大盘向下的空间。

6月中旬以后，随着四家试点企业改革方案中有三家获准通过，复牌后涨跌互见，股指逐步企稳。国资委也发布“关于国有控股企业上市公司股权分置改革的指导意见”。6月20日，证监会推出宝钢股份等42家第二批试点企业。

证监会主席尚福林出席6月5日在京召开的第29次基金联席会议。他表示，基金业是推动我国资本市场稳定发展的主导力量，在证券市场发展的关键时期，基金管理公司一定要从资本市场的发展大局和基金行业持续发展的高度，充分认识股权分置改革的意义，共同推进资本市场的改革。

8月30日，第30次基金联席会议在北京举行。这也是股改期间召开的第二次基金联席会议。按照惯例来看，这算是间隔时间最短的两次联席会议了。

会议于当天下午举行。由于42家第二批试点企业全部通过，而且投票率比较高，证监会对前阶段股改工作持满意态度。以最后表决的华联综超为例，方案以98.46%的流通股赞成率获得通过。据上海证券交易所统计，参加表决的流通股份占总流通股本的81.84%。据华联综超出具的说明，前10大流通股东中，包括社保基金106、604在内的10只基金全部投了赞成票。

证监会副主席桂敏杰主持会议，对基金业提出了支持改革的要求：一是基金对股改方案的投票应该执行科学的决策流程，需要通过投资决策委员会的决定；二是要大力发展机构投资者，要扩大机构投资者的资金规模。

2004年年底，基金总规模3246亿元，持股市值1603亿元，占流通市值14%。作为最大的流通股股东，在股改的历史关口，基金被推上了风口浪尖。在流通股股东中，个人投资者数量多、地域分布广，很难以个人方式参与到股改投票的过程中。基金持股数量大、集中，一只基金能代表成千上万投资者，而且有专业的研究和投资团队对股改公司进行分析并谈判，又有严谨的信披制度保持高度的信息透明，自然成为非流通股股东的主要谈判对象。

基金业被寄予希望：在下一阶段中对股改这一资本市场的大事继续发挥应有的作用。事实上，在股改试点进程中，正是由于基金的积极参与，使三一重工、宝钢股份等在股改和证券市场中具有标志性意义的公司修改了方案，更加符合流通股股东的意愿。不少基金公司还提出一系列评判股改方案的方法和模型，对引导其他流通股股东理性看待股改也起到了积极作用。

股改是基金的投资主线，从2005年的半年报中就已经可以看出。在多数基金看来，股改带来的对价预期已经为市场提供了经得起考验的底线，而股改投资策略也基本确立。大部分基金在半年报里已认为股改将封杀大盘向下的空间。

2005年9月26日揭晓的进行股改的78家上市公司，全部都在基金持有的个股名单当中，基金持股比例前三名的公司是江淮汽车、航天电器、巨轮股份，比例分别达到54.11%、48.35%、45.42%。

作为中国资本市场具有历史性意义的一次重要改革，股权分置改革不仅为治理中国证券市场存在的历史积弊开辟了道路，也为未来中国证券市场的发展提供了制度创新空间。股权分置改革不仅在宏观上有利于完善价格形成机制，稳定预期，为资本市场的深化改革和市场创新创造条件，而且在微观上有助于建立真正的上市公司治理结构、上市公司的制约机制及估值体系，形成真正的股权文化和股东意识，从而有效地保护中小股东利益。

“我觉得股改对于整个市场的发展是一个很积极的变化，所以我们当时积极参与，其实可以说，牛市行情也是股改引发的。”2005年年底正式接手管理华夏大盘精选的王亚伟，把基金持有人利益最大化作为参与股改的一项重要原则。

“很难具体去说哪家公司股改方案最好，股改方案获得通过，对于公司发展整体来说是一个好事。可能不同公司不一样，每个公司的设计其实与它原有的股权结构相关，有的公司其实付不出这么高的对价，可以采取一些变通的方式。归根结底，是看投资人利益有没有实现最大化。”

市场普遍认为首先参与股改的上市公司质地比较优良，而基金公司从2003年市场回归价值投资开始，愈加重视深度研究的作用，在股改行情中成了最大受益者之一。

“很多人都把股改看作中国证券市场制度建设的历史性突破，但人们可能还没意识到，股改可能也是检验内地基金业十余年来发展成果的试金石。”时任华宝兴业基金公司总经理裴长江在股改开启4个月后，接受媒体访谈时如是表示。

“作为最大流动股股东，基金在股改中发挥了重要作用。经历过股权分置改革的人不会否认，如果没有基金，股权分置改革在启动阶段以及大规模推进过程中不可能如此顺利。”回顾基金史，作为股权分置改革全程参与者和见证者的范勇宏认为基金对股改的贡献不容小觑。

他亦在《基金长青》中回顾这一历程时写道，“基金也是股改的受益者，赢得了投资者的信任和上市公司的尊重，树立了积极投资者的良好形象，‘防火、防盗、防基金’成为历史。基金经理也把握了股改时代的投资主题，为投资者创造了丰厚回报。股改成功也为基金大发展创造了有利条件，随着市场信心恢复，指数不断上升，基金也焕发出勃勃生机。”

# 基金股权高价拍卖

“没有最大，只有更大”，这句话用在2006年的基金新发中再妥帖不过了。2006年，伴随着股市飞扬，基金的“大年”开始了。

5月中旬，8天发行184亿份的广发策略优选基金横空出世，赚足了市场的眼球；6月上旬，4天发行118亿份的易方达价值精选基金再度创造了一个神话。半年之后，伴随大盘涨势如虹，基金新发新纪录迭出，先是南方成长绩优两天发行124亿份，华夏优势增长旋即将这个纪录推高到两天发行140亿份，刚刚成立的工银瑞信稳健成长则以一天发行122亿份的成绩改写了新纪录。

股市、基金在年底双双步入“牛市”。

12月8日，都市媒体的头版头条少有地登出了基金的新闻，新闻图片里是“基民”在银行排队买基金的盛况，而这次比当年华安创新还要火爆。前一天发售的嘉实策略增长在上证综指触摸2200点时，创造了基金新发的纪录，一天就卖了超过400亿份。

随着股市进入“大牛”行情，许多个人投资者发现，不管指数是涨是跌，自己都没赚到钱，但投资基金的“基民”却个个喜气洋洋。嘉实策略的爆发是在基金空前繁荣的背景下形成的：就在它发行前夜，有近40只开放式基金实现收益翻番，甚至出现80%甚至超过90%的净值增长。基金的赚钱效应有目共睹。

“大部分人都是冲着今年基金收益翻番的诱惑进去的，但要知道，像今年这样的行情是千载难逢，即便后面是‘长牛’走势，也不可能像这样每年翻番了。”针对当时基金新发热潮，行业人士既喜且忧。

2007年3月25日，备受关注的基金发行“比例确认”模式生效，易方达价值成长基金第一天认购金额就已超过180亿元，超出了拟定的110

亿元规模上限，提前结束发售并实施“比例配售、余款退还”。按这一比例计算，认购该基金的资金“中签率”仅61%。

随着基金行业的超常规发展，基金公司的股权价值出现井喷式增长。

2007年10月22日，山西海鑫集团以11.8亿元的价格拍得了银华基金部分股权。银华基金成立于2001年，注册资本金1亿元，原南方证券作为发起股东出资2100万，占有21%的股权。仅仅6年时间，2100万元的出资如今溢价高达5519%。这一价格也创造了当时基金公司股权拍卖的天价。

两个月后的12月26日，在北京完成的一单基金股权拍卖再次创新高，这次涉及的是当年第三季度末规模最大的基金管理公司博时基金控制权转让。

这场“战况激烈”的拍卖共进行了两个小时左右，起拍价为28亿元，每次加价幅度为5000万元。拍卖进行到后来，现场只有1号、6号和8号竞拍人在竞价，加价幅度也调整为每次2000万元。

据媒体颇具春秋笔法的报道，6号竞拍人德邦证券的控股股东上海复星集团董事长郭广昌亲自到场督战，但在拍卖价达到45.4亿元时退出。志在必得的1号竞拍人与招商证券从45.4亿元一路追至63亿元。

招商证券以折合每股131.67元的天价，拍下原金信信托持有的48%博时基金股权。这不仅是当时国内基金股权交易史上的最高单价，也创下中国拍卖史上单笔成交金额之最。

彼时，博时资产管理规模达2109.34亿元，位列57家基金公司之首。

# 银行系基金呱呱坠地

2004年，中国基金行业已经走过6个年头，先后成立了52家基金管理公司。但是由商业银行发起设立基金管理公司，对当时的基金业乃至整个金融业而言，都是一个大胆创新之举。

有关方面曾召开过两次关于银行设立基金公司的会议，孙杰两次作为证监会代表参加，在吴晓灵主持的钓鱼台会议上，孙杰用了一个多小时讲述基金行业的背景、理念和现状，阐述基金公司不能泛滥的缘由，以及监管部门对于风险管控的标准。这对当时很多非基金行业的人员来说是一次非常重要的普及和沟通工作。

“我们内部研究了很长时间。第一，我们认为银行系基金对壮大基金公司态度是积极的；第二，银行系基金也要按照资产管理的标准来设立，他们事后也确实是这么做的。”孙杰说，“所以我们认为银行系基金的加入可以壮大这个行业，会推进资本市场发展直接融资。我们也猜想到货币市场基金和债券基金会是银行系的强项。基金部对这个事想得还是挺明白的，尽管当时业内很焦虑，但是必须得推动。”

4月12日，北京，在华外资银行会议正在举行。172家外资银行的239位代表、银监会和银监局的相关负责人出席，这场会议还特别邀请了时任中国人民银行行长周小川、商务部副部长马秀红、国家统计局局长李德水和国家外汇管理局局长郭树清。

会上，时任银监会主席刘明康做了题为《依法监管，扩大开放，促进在华外资银行健康持续发展》的报告。这份近7000字的报告蕴含了大量关键性信息，包括中国即将出台QDII管理办法，以及正在酝酿和研究中国的商业银行设立基金管理公司的准入问题，并鼓励有经验的外资银行或者外国基金管理者以战略投资者角色积极参与其中。

改革的脚步比预期来得更快。9月16日和21日，证监会相继发布了《证券投资基金管理公司管理办法》（以下简称《办法》）和《关于实施〈证券投资基金管理公司管理办法〉有关问题的通知》，就基金公司申请设立事项进行明确部署。

9月27日，时任工商银行副行长的杨凯生率领托管部总经理周月秋和副总经理郭特华与桂敏杰进行了沟通，介绍了工商银行基金管理公司的设立方案、筹备工作进展情况及管理理念。桂敏杰对工商银行关于基金公司的设立方案和经营理念表示赞同，并对设立基金管理公司提出要求，双方共同探讨了基金公司在《办法》出台后的申报程序。

回去之后，工商银行根据要求火速调整方案，仅仅用了三个工作日，就正式成立了基金公司筹备组：组长郭特华，副组长朱碧艳，组员郝炜、庄为、韩雪来、蒋柯和谷家有。当时筹备组不足10人，要求“当天的事必须当天做完，绝不过夜”。

11月19日，中国人民银行召集工商银行、建设银行、中国银行、交通银行托管部负责人集中讨论《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》（以下简称《试点办法》）。次年2月20日，中国人民银行、银监会和证监会以〔2005〕第4号公告联合公布了《试点办法》，自当日起施行。

当时的媒体报道称，《试点办法》刚刚出台，就有7家银行递交了申请，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行四大国有银行外，还包括交通银行、招商银行、浦发银行等股份制银行。

2005年4月6日，中国人民银行宣布，工商银行、建设银行和交通银行成为首批直接投资设立基金管理公司的试点银行。中国人民银行网站同时公布，“首批三家试点银行设立基金管理公司的各项审批工作力争在今年9月底以前完成”。

4月，工商银行与瑞士信贷、中远集团就设立合资基金管理公司进行了一系列磋商交流，三方股东正式签署股东协议，涵盖商业银行、海外机构、大型境内企业的首家银行系基金公司股权结构初步建立。与此同时，在北京东城区朝内大街118号鸿安大厦内，筹备组正在紧张地进行各项筹备工作，对于这家即将诞生的基金公司，筹备组已为它初拟了一个名字——工银瑞信基金管理有限公司。

“工商银行委派我来筹备基金公司，别的事我也没想太多，自始至终就专注于怎样把公司做好，怎样为投资者创造良好回报。”工银瑞信总经理郭特华，1989年研究生毕业后进入工商银行，当年作为工商银行资产托管部副总经理受命筹备组建工银瑞信并一直担任掌门人至今。

谈及当时的筹备情况，她把工银瑞信的成长归功于先天良好的基因，吸收了中外股东的精华。以巨人肩膀为起点带来的是更大的责任压力，“行业已经发展了6年多，不像1998年时大家都对基金一无所知，当时吸引到的人很多。”星石投资的董事长江晖曾经是华夏基金创始团队的一员，他头顶明星基金经理的光环，在筹备阶段就被工银瑞信招至麾下，拟任投资总监。

“……确实是含着金汤匙而生，资源很多，券商都是排着队来路演，给了团队非常快的学习空间。”当时一起共事的同事说起工银瑞信是非常市场化的风格，江晖深以为然。从薪酬体系到大股东甚少干预，都深具市场化公司的基因。

“在工银瑞信筹备的时候，我们拟了很多项投研制度，包括投资流程、研究流程、交易流程，投资和研究怎么交流等，这就能看到整个行业的积累和进步了。”谈起封闭式基金、开放式基金和社保基金的经历，多年来不断赴海外同业交流学习有所收获的江晖如是说。

2005年6月21日，工银瑞信基金筹备组获得国家工商行政管理总局颁发的企业法人营业执照，标志着国内首家由商业银行发起设立的基金管理公司正式起航。

随后，由交通银行发起设立的交银施罗德基金和建设银行发起设立的建信基金也相继成立。自2004年4月监管部门发出信号，至2005年9月基金公司完成设立，首批三家试点银行如期完成历史使命，仅用了一年多时间。

银行系基金公司的各种优势很快显现：人才的虹吸效应，合资背景的品牌效应，更重要的是背倚银行股东的巨大渠道优势。成立仅两年，工银瑞信的投资者数量已经接近100万，其中，99%为个人投资者。

截至2017年年底，非货币公募基金月均管理规模TOP10公司中有4家银行系基金，专户管理资产月均规模TOP10公司中有3家银行系基金，基金子公司专户管理资产月均规模TOP10公司中多达8家是银行系基金。当初行业人士预计银行系基金公司将彻底改变基金行业的竞争格局，这并非臆测。

银行系基金公司的产生对我国基金业的影响是巨大的。

一方面，这是我国基金业发展壮大的必然选择。从国际经验和我国基金业数年的实践看，基金公司之间的竞争除了体现在基金业绩和品牌方面的激烈竞争外，更深层次地体现在对资金和客户资源的争夺上，天然具有渠道和客户优势的银行作为基金公司的股东，无疑将助力于基金客户的拓展。另一方面，允许银行设立基金公司，可以改变基金公司的股权结构，利用银行的优势来促进基金业迅速成长，使基金管理公司真正成为稳定资本市场发展的中坚力量。广大投资者成为受益者，会得到更多更好的基金产品和理财服务。

在某种意义上，银行系基金公司的诞生，意味着我国现有的分业经营、分业管理的局面将被打破，混业经营的大门将被开启。

郭特华从1998年负责基金托管业务开始，见证了基金行业从无到有、不断壮大的发展历程，在她眼里，“基金发起人的多元化对公募基金的行业竞争格局影响深远，在加剧业务竞争和人才竞争的同时，将有助于推动基金行业多元化、差异化发展”。

在银行系基金破冰的同时，监管部门对于保险系基金的规划亦在筹谋中。在2005年3月的一场学术会议上，桂敏杰透露，证监会正在积极研究保险公司建立基金公司的可能性。他说：“下一步，我们将推动基金行业股权结构多元化，以形成更好的竞争，促进基金行业的发展，以后将没有固定的模式，而是根据市场的需求来做。”

保险系基金的成立要比银行系基金坎坷，直到2013年11月6日，国内首家保险系公募基金公司国寿安保才正式挂牌成立。

## 货币市场基金风险隐患

2003年年底，破壳的货币市场基金在短短的一年多时间里成长速度惊人，到2005年第一季度末，13只货币市场基金整体已接近1500亿元。

超速发展往往相伴而生的是隐患。

无论是货币市场基金投资，还是在营销中过于关注货币基金的收益率高低，都让这一本身聚焦于现金管理流动性和安全性的产品越来越偏离其本质。而投资者在选择货币市场关注基金时，往往也将收益

率，尤其是7天年化收益率作为自己的选择标准，忽略了对其流动性和安全性的考虑。

货币市场基金管理人的投资策略太过激进，他们将大部分资金配置于较为长期的品种，以获取较高的收益。一旦利率环境出现不利，基金自身规模增长速度又跟不上，较为激进的操作策略必然会直接影响基金自身的流动性和安全性。

2004年年底，个别货币市场基金7日年化收益率甚至超过8%。

在货币市场基金火爆的背后，是监管部门一系列的整肃动作。2004年11月份，证监会组成专门小组，着手货币市场基金的规范工作，在业界的广泛参与下，于2005年3月28日发布了《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》和《货币市场基金信息披露特别规定》。“有了统一的尺度，就有了公平的竞争，也就有了理性的选择。”市场对货币市场基金新规的评价甚高。

2005年4月1日起，证监会开始实施货币市场基金新规定，对组合平均剩余期限和债券正回购等做出了更为严格的规定。同期，证监会对部分基金公司进行违规抽查，要求严防货币市场基金操作风险。

《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》较此前《货币市场基金管理暂行规定》更为细化和明确。它统一了投资组合剩余期限的计算标准，对货币市场基金的流动性、安全性都有了更明确的规范要求，对业界反映突出的问题一一进行了明确。

比如，要求货币市场基金投资组合的平均剩余期限在每个交易日均不得超过180天；引入影子定价，对以摊余成本法计算的基金资产净值的公允性进行评估。这就避免了基金公司利用两者的差距调节收益率，堵住了以往各家基金公司由于计算方法不同导致收益和风险不匹配的漏洞；同时对货币市场基金的投资做出五大限制，其目的在于严

控基金运作风险，堵住收益调节的空隙，提高基金的流动性，防范加息周期下基金运作可能出现的风险。

《货币市场基金信息披露特别规定》对信息披露格式等进行规范，重点提出了每万份基金净收益和7日年化收益率，建立起货币市场基金的“收益率曲线”。

“之前各家在计算货币市场基金收益率时没有统一的标准，很‘虚’，我们要求各家公司马上把年化收益率变成真实的，这就需要统一的收益率曲线标准。我们找了很多参照，终于发现中央国债登记结算公司在做，就跟对方签订了战略协议，再把我们的一些数据跟它们的数据相结合，提出了一些原则，最终把公允价值建立起来。”洪磊叙述中的收益率曲线，指的是当时证监会与中央国债登记结算公司合作，要求货币市场基金以中债收益率曲线作为债券估值定价基准，并通过影子定价法对“偏离度”指标进行控制。

4月1日，新规正式实施。可以说，新规的发布还货币市场基金以真面目，有利于货币市场基金的规范运作。

在监管部门的严令以及市场力量的驱动下，一度攀高的货币市场基金收益率终于回归正途，但其发行依然狂热。4月，监管机构对“回购养券”违规操作进行了检查处理。5月，证监会多次召开会议，要求挤压货币市场基金收益率泡沫。

5月17日，证监会在上海召开关于货币市场基金的会议，参会者为全国所有已发行货币市场基金的基金公司里主管投资的副总、督察长、货币市场基金经理以及托管银行的代表。在会上，证监会基金部主任孙杰以不点名方式对一些基金公司代持长债行为进行了批评，要求货币市场基金要规范运作，保持健康发展，并提出“12不准”，明确规定不得盲目攀比收益率，不得通过任何形式的交易安排人为降低投资组合的真实久期、变相持有长期券种等。

在严厉监管、同业存款利率下滑的背景下，货币基金收益率迅速回落，开始失去一定的吸引力。6月15日，证监会基金部组织召开关于货币市场基金的会议，来自基金公司、托管银行等机构的50多人参会。会议就货币市场基金的“现金搬家”问题展开了激烈的讨论，并在投资短期融资券和7天通知存款上达成一致。无论是监管部门还是基金公司，都不希望迅速发展起来的货币市场基金又迅速没落。各方意识到，在合规的情况下提高货币市场基金的收益率，继续保持对投资者的吸引力非常重要。

“货币市场基金是创新，能推出来其实挺难的，总体看前期发展不错。后来由于市场变化出现一些问题，货币市场基金还面临了一定风险。”友邦华泰基金总经理韩勇回顾的这个风险点，指的是2005年底和2006年初央行采取紧缩的货币政策，而股市在不断走强，IPO（首次公开募股）重启之后，大量资金涌去打新股，货币市场基金遭遇巨大赎回压力。

2006年第一季度末，34只货币市场基金的规模为2357亿份，至第二季度末已减至1185亿份，赎回比例接近50%。

为避免发生兑付危机，一些片面追求高收益、忽视资产安全性的货币基金捉襟见肘，不得不提前支取所投资的银行定期存款（按规定，货币基金最高可将不超过30%的基金净资产投资于银行存款）。但是，这部分存款的收益率也由定期存款2.3%，降到了最低活期存款0.72%。

这意味着货币市场基金的投资者可能受到损失，并将影响货币市场基金的长远健康发展。

为保护持有人利益，监管机构主动“亮剑”。

2006年6月19日，证监会发布紧急通知，要求基金管理公司承担旗下的货币基金“出于流动性管理的需要，而提前支取定期存款导致的利息损失”。这再度把货币基金的流动性问题摆上台面。

而此时，距监管部门发布关于防范货币市场基金流动性风险的提示函尚不足一个月。提示函指出，鉴于股票发行实行资金申购制度有可能引起货币市场资金供求关系和短期市场利率的大幅波动，另外可能加大货币市场基金、中短债基金的申购赎回压力和流动性风险，基金公司应对股票发行及其对货币市场的影响予以重视，密切关注货币市场基金的发展趋势。

“如果不是及早提醒和处理，整个行业要承受很大的信用损失，也不可能出现2007年的大发展。”

随着一轮浩浩荡荡的牛市到来，从投资者到基金公司，对货币基金的狂热终于消停下来。

# 第二节 2007年 大牛市的反思

## 监管重治行业风险

当人们“吐槽”恒源祥、脑白金的洗脑广告时，其实并没有留意，基金行业的营销广告曾经也简单粗暴到令人发指。

一份大红色字体的产品分红公告，不用经过任何美术设计，直接登上全国各地发行量排名前列的都市媒体头版，占据1/3的版面。据说没有指定版面的广告，在媒体内部会被编辑推来推去，嫌弃广告影响了整个版面的美感。

但这恰恰映照了2006年至2007年基金行业那段高速发展的盛世。连广告的主画面都来不及设计，产品新发、各种形式的持续营销、一个月接着一个月，在基金公司市场部常常只有一两个人的配置时，确实没法从容。

一年前，基金公司还经常用被调侃为“鸡精”来揶揄自己，不到一年时间，基金日渐成为老百姓熟悉的日常消费金融品。不过，仍旧令基金公司营销人员头疼的是，与日常消费品一样，老百姓喜欢便宜的基金产品。

2006年全年的基金发行数量远超过往，仅股票型基金和混合型基金就发行70只，募集规模超过3100亿元。进入第四季度后，新发基金增速显著。持有人数量大幅增长，尤其是到2007年高潮时段，客户开户数增长了10倍，银行客户成为基金投资者的主力军。

“面对行业和市场快速发展的新形势，各基金公司应当保持冷静的头脑，不急功近利，不盲目扩张，不贪大求多，坚持量力而行。”针对处于“高热”中的基金行业，证监会基金部在2006年12月上旬发文，要求各基金公司加强风险防范。

《关于贯彻落实第31次基金业联席会议精神，加强风险防范，促进基金业健康发展的通知》指出，尽管基金行业整体呈现良好的发展态势，但应当清醒地看到行业发展中存在的一些问题，如片面追求管理规模，忽视管理能力和水平的匹配；盲目追求投资收益，忽视风险防范和流动性问题；夸大投资业绩，不注意向投资者提示投资的风险；投资缺乏独立研究和判断，不严格遵循投资决策程序等。

这些问题的存在，增加了基金行业风险，不利于基金业健康发展。为防止基金公司在“高热”中失去理性，《通知》强调：基金公司在规范运作、稳健经营的同时，要严格按照有关法律法规和公司投资运作的制度要求，加强对投资运作的风险控制，坚决纠正片面追求投资业绩，忽视风险防范和流动性的倾向；应进一步规范基金销售行为，防范基金销售风险，严禁销售时夸大公司和基金过往业绩，必须客观实际地提醒基金投资风险；加强投资者教育和市场宣传推广；提高基金后台运作和登记结算的现代化水平，加强基金结算风险控制；要求基金托管银行切实履行职责，充分发挥投资监督职责。

《通知》发布之前数日，嘉实策略增长基金刚刚完成超过400亿元的史上最大一次募集。很快，业内就敏锐地觉察到，监管机构在基金新产品的审批速度上大大放缓，甚至出现暂停。

在新基金拿不到批文的差不多两个月的空档期，基金公司的持续营销越发密集。

开放式基金大比例分红是2006年10月以来基金业的一大景观。随着股市行情的持续走高，基金发行市场越来越火爆，为满足市场对基

金理财产品的需要，基金公司的营销策略也发生了很大的改变。与其等待新发基金冗长的审批、渠道排队程序，不如适时、积极地开展老基金的持续营销活动，于是开放式基金大规模分红后持续营销成为新的基金销售模式，这也造就了屡创纪录的基金分红潮。

对于一年之内净值收益动辄翻番的基金，每10份份额分红超过5元算是“中配”，比如华宝兴业灵活配置、泰达荷银合丰周期、合丰稳定基金，每10份份额分红都超过10元。

大比例分红的基金有了一个新的营销卖点，叫作“净值归一”：将已实现收益一次性分配掉，把基金产品的单位净值降到1元面值，看起来给新老投资者一个相同的起跑线，专治各种对于高净值基金产品的“恐高症”。这种换汤不换药的营销方式在短时间里成为基金规模扩张的利器。

在媒体刊登基金“净值归一”营销广告的同时，也充满了来自基金研究机构对于这种营销障眼法的奋力提醒，但在“买了基金就赚钱”、“1元基金更便宜”的群体冲动中，潮流的方向已难以做出改变。

“净值归一”的方式不仅局限在大比例分红、基金复制、基金分拆三个方面，三者做法虽然不同，但针对的都是“恐高症候群”。

在最热烈的阶段，“净值归一”基金一天就能吸引几十乃至上百亿元资金蜂拥而至。

但许多投资者在购买前，只是单向了解到基金所产生的良好净值收益和大比例分红，并不真正了解基金的风险，而在满足买基金“图便宜”的心理之下，具有成熟投资理念和长期稳健业绩的真正绩优产品被淹没在营销红海中。

监管部门很快意识到“净值归一”的风险，敦促基金公司做好投资者教育工作，降低行业的系统风险。

2007年11月5日，全国各大报刊、网站纷纷登出新华社前一晚发布的出台《关于进一步做好基金行业风险管理工作有关问题的通知》的消息。这个由证监会基金监管部下发的通知，在业界被称为“44号文”，它明确要求基金管理公司和代销机构不得诱导投资人认为低净值基金更便宜。同日，新华社发布了另一条消息，“我国基金资产净值超过3.3万亿元，月增近10%”。在9月21日到10月底的一个多月时间里，没有新的基金发行，但是基金总规模增长1591亿份，基金资产净值增长9.56%。

在热火朝天的扩张热情与控制风险的冷静之间，监管部门与基金公司之间的博弈一直就没有停止过。而“44号文”给这场博弈暂时划上了句号。

早在上半年，基金公司大张旗鼓以“净值归一”为持续营销的宣传口号时，监管部门就以“误导投资人”为由叫停；针对基金公司无节制做大基金首发规模的现象，监管部门也曾要求基金公司将基金首发规模控制在100亿元；基金公司的管理规模与管理能力不匹配的问题也一再引起监管部门的注意，监管部门曾对管理规模过快发展的4家基金公司进行提示。

“44号文”除了明确要求不得诱导投资人认为低净值基金更便宜之外，也要求基金管理公司：不得人为制造基金销售的紧俏氛围，不得擅自变更基金的发售日期、集中申购日期，不得以网上交易等任何方式提前或延迟基金的集中销售日期，不得进行预约认购或预约申购，以保证基金销售活动的公平公正。同时要求基金销售机构以风险教育为重点，加大投资者教育工作力度，增强风险防范的意识。

在投资方面，“44号文”明确指出“部分基金经理参与短线交易，基金换手率较高”的问题，同时规定：公司应关注基金组合中现金、债券、股票等的配置情况，持股集中度和单只股票的投资价值及估值风险，加强流动性风险的评估和压力测试工作，合理配置资产，防止片面追求业绩排名或短期收益而忽视流动性风险控制。

证监会基金部同时表示，在通知下发后，监管部门将进一步加强监督检查，密切关注公司的销售、投资等业务活动，推动基金管理公司、代销机构增强风险防范与合规经营意识，提高风险控制能力，维护公平竞争的市场秩序，保护基金持有人利益，促进基金行业持续稳定健康发展。

随着“44号文”的出台，基金公司陆续宣布暂停申购，有一部分基金明显减仓，基金行为发生较大改变。同期股指从6005点跌到5330点仅用了6个交易日。2007年后半年，公募基金成为牛市下半场主力，市场处于一个循环中，公募基金的赚钱效应带来场外大量的增量资金，这些资金又迅速买入一、二线蓝筹，推动了指数的快速上涨。

某种意义上，“44号文”打断了这一循环。但如果不是这样及时刹车，在5000点以上被套的资金可能要多得多。

## “老鼠仓”事件发端

2007年，总规模刚刚过万亿元的中国基金业正踩着红舞鞋在春意中起舞。这一次又是媒体曝光了基金“老鼠仓”事件。

4月16日，一篇名为《监管部门重拳出击整肃基金业 严查基金经理“老鼠仓”》的报道称，“一家近年来口碑相当不错的基金公司”某基金经理涉嫌“老鼠仓”，遭证监会调查，相关资料包括电话录音等都已

上报监管部门。行业敏感的神经迅速被拨动，次日，《第一财经日报》刊登《上投摩根一基金经理涉嫌“老鼠仓”》，将矛头明确指向上投摩根基金，指出传闻主角即为上投摩根基金经理唐建，并援引某基金经理的话称，“这件事已经在业内传了一段时间”。

很快，在上投摩根基金澄清解释的过程中，从财经主流媒体到地方都市媒体，都加入了追踪报道的阵营。

市场亦关心，中国基金业是否会重演7年前的行业地震？

然而比起7年前，中国股市已经发生了重大变化：法律法规不断完善，机构行为不断规范，股权分置问题基本解决，机构投资者的力量也在不断壮大，理性投资已成为市场的主导。与此同时，监管手段的灵活性与选择性也发生了变化，监管机构也在不断成熟。

2005年7月，证监会制定《证券投资基金监管职责分工协作指引》，明确了各方的监管职责。《指引》规定了中国证监会基金监管部、各地证监局、两地交易所和证券业协会等各部门之间的分工协作机制。基金部主要负责制定法规体系，颁发行政许可；各地证监局负责基金公司的日常监管；交易所则主要负责监控异常交易行为和信息披露；协会则负责行业自律和从业人员监管。

在汤进喜看来，2005年证监会这份《指引》，体现了当时非常重要的监管思路：“基金部就是从这个时候开始授权地方证监局监管，把现场检查制度化，当时一个北京局，一个上海局，一个深圳局，一个广东局，一共四个证监局，后面又陆续增加了天津局、浙江局等。监管思路方面，实际上是从原来重审批、轻监管到审批和监管并重这样一个阶段。后面的理想状态是放开准入，加强监管。”

当时分管主席是桂敏杰，在这种监管思路之下，现场检查大大加强了。“……要求争取三年时间内把所有的公司全面现场检查一遍。现

场检查分为几类：有全面现场检查和专项现场检查；有常规现场检查和突击现场检查。常规现场检查，去的时候要提前给公司发通知，要提前准备材料，确定进场时间。突击现场检查不会提前通知，是直接就到公司去。这是几个不同方式。”

随着唐建“老鼠仓”事件发酵，2007年“五一”长假后，证监会正式派驻调查组进入上投摩根基金公司，进入立案调查阶段。

“监管部门的反应挺快的，基本上一发现马上就去查。证监会的态度非常明确，就是零容忍。”重阳投资副董事长汤进喜说。当年的监管过程，他是见证者。

彼时正值沪指站上4000点之时，在调查“老鼠仓”事件的同时，监管机构频频发出警告，意在规范机构投资者行为。基金部发出《关于切实加强基金投资风险管理及有关问题的通知》，严禁基金公司进行投机操作，并称将严肃查处违规行为。

《通知》提出具体要求：基金公司不得为追求基金净值排名或短期收益，进行不合理的资产配置；同时应当高度重视基金投资的流动性风险，关注投资组合中单一证券与行业的集中度，对市场交易状况和与投资者行为相关联的流动性风险加强评估与监测，提高投资组合流动性压力测试的频率。

监管机构还表达了要对基金公司违规行为彻查到底的态度。证监会在《通知》中表示，将加大监管力度，监控各公司的行为，对存在问题的公司坚决查处，决不姑息。对存在问题的基金公司，无论其规模大小、成立时间长短，都将严肃对待、坚决查处、决不姑息，并视情节轻重采取相应监管措施和行政处罚措施，追究相关投资管理人员和基金公司负责人的责任。

5月11日，证监会再次发布《关于进一步加强投资者教育、强化市场监管有关工作的通知》，就强化监管、及时惩处市场违法违规行为提出新要求。比如，要求各派出机构、证券交易所、证券登记结算公司紧密配合，进一步加强一线监管，继续强化对内幕交易和操纵股价等违法行为的打击力度等。

5月16日，上投摩根公司发布公告称，唐建涉嫌利用掌握的信息进行违规投资活动，故决定正式免去唐建担任的成长先锋基金经理及其他一切职务，并予以辞退。

当首例案件尘埃落定后，重新梳理整个事件时不难发现，媒体的连篇报道将监管部门的“明察暗访”推到了前台，加速了事件的进程。

半年之后，第二例“老鼠仓”案件亦浮出水面，这次的主角是南方基金基金经理王黎敏。事实上，王黎敏早在唐建之前就进入了监管的视野，但是避开了媒体的关注，直到最终受到处罚之时才被披露出来。

2008年3月，王黎敏被取消基金从业资格，没收违法所得并处罚款，7年禁入市场。2008年4月，唐建被取消基金从业资格，没收违法所得并处罚款，终身市场禁入。

“现在回头看，这件事情对行业发展还是有帮助的，它触发行业的整体反思，尤其是《刑法修正案》将‘老鼠仓’定性。人大法工委那时也来调研这件事，我们当时还专门前去介绍了境外关于利用未公开信息交易的法规及监管问题。后来这些从行业监管的层面都被一一落实了。”当时处在旋涡当中的上投摩根督察长刘建平，还原当年“老鼠仓”事件时，亦看到更多积极之处。

唐建、王黎敏案件发生后，证监会加大了对基金经理职业操守和利益冲突问题的监管：一是对案件进行宣传，表明证监会的严打态

度；二是将利益冲突问题作为现场检查的重点；三是与最高人民法院积极进行沟通，试图通过《刑法修正案》将“老鼠仓”纳入调整范围，加大威慑力度。

同时，证监会也开始研究基金从业人员买卖股票的问题。从美国等成熟市场来看，法律法规层面并不禁止从业人员买卖股票。但是，行业自律组织或者公司自己都有相关行为规范，禁止利益冲突。绝大多数公司允许从业人员买卖股票，但必须履行严格的程序，包括：买卖股票前必须将买卖数量和对象向公司申报，公司必须履行审批程序，经过投资总监、合规总监等批准，批准的依据是是否与基金的投资构成利益冲突，买卖后必须持有一段时间，买卖只能在公司指定的证券公司进行等。因此，实际上买卖股票的从业人员并不多见。

在证监会的推动下，2009年2月28日，全国人大通过《刑法修正案（七）》，将“利用因职务便利获取内幕信息并从事相关交易”等行为，增加到入刑条款。自此，“老鼠仓”行为将被追究刑事责任。

虽然从时间上来看，融通基金张野是《刑法修正案（七）》实施后被处罚的第一人，不过张野被认定的“老鼠仓”行为终止日是2009年2月19日，早于《刑法修正案（七）》的发布日期2009年2月28日，避开了刑事追责。

2010年9月6日，证监会在媒体见面会上通报了三起最新查处的“老鼠仓”事件，分别是景顺长城基金公司基金经理涂强、长城基金公司基金经理韩刚以及刘海三位基金经理违法违规的处理情况。此次证监会公布的处理情况中，涂强被取消基金从业资格，除没收违法所得外，另罚款200万元，并终身禁入市场。刘海被取消基金从业资格，没收违法所得外罚款50万元并罚3年禁入市场。韩刚则适用最新《刑法修正案（七）》条款，直接被证监会依法移送公安机关，并追究刑事责任，起到极高的警示作用。

2011年5月23日，深圳市福田区人民法院对基金经理韩刚涉嫌利用未公开信息交易案做出公开判决，判处韩刚有期徒刑一年，没收其违法所得并处罚金31万元。

该案成为我国第一起基金从业人员因利用未公开信息违规交易被追究刑事责任的案件。

从几年前的唐建案、王黎敏案、张野案，到刘海案、韩刚案、涂强案，再到2012年的许春茂案等，监管机构对“老鼠仓”的打击一直保持高压态势，显示出监管机构对市场违法违规行为的打击力度明显日趋加强。

2012年10月，十一届全国人大常委会第二十九次会议对《基金法（修订草案）》进行第二次审议。新的草案对基金管理人、私募基金、公募基金等五大方面进行了修订，而“杜绝‘老鼠仓’问题”则是投资者最关注的《基金法》修订内容。

之后随着大数据监管能力日益加强，严厉查处从业人员利用非公开信息交易股票等违法违规行为成为常态，更为重要的是加强从业人员的自律管理，使其恪守职业操守和信义责任。

2014年年初，时任基金业协会会长孙杰曾致信当时的证监会主席肖钢，提及成熟市场对基金从业人员利用内幕消息从事违规投资活动的行为一般被称为“front running”，而“老鼠仓”一词最早是由香港证监会在1994—1995年度报告中提出的，新闻媒体及市场各方反复使用“老鼠仓”一词，致使社会各界和普通投资者由于缺乏专业知识和识别能力，将基金管理公司和个别“老鼠仓”现象直接挂钩，不利于基金行业树立为百姓理财、服务养老体系的整体形象。孙杰对这一不当措辞提出更正建议，建议使用“基金从业人员利用非公开信息交易股票行为”对相关违法行为进行公开表述。

这一建议随后也被证监会系统内各单位统一采纳并延用至今，“老鼠仓”一词逐渐退出官方用语的历史舞台。

## 企业年金选秀

2005年2月4日，劳动和社会保障部选择在猴年的最后一个交易日正式发布《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》（以下简称《暂行办法》）及《企业年金基金管理运作流程》《企业年金基金账户管理信息系统规范》《企业年金基金管理机构资格认定专家评审规则》等3个配套文件。

早在2004年5月1日，《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》就已正式施行，但企业年金市场并未启动，原因就是《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》等配套文件迟迟没有推出。此次3个配套文件的出台，使企业年金入市的政策法规得到完善。在管理机构上，劳动和社会保障部也专门成立了由养老保险司、社保基金监督司、社会保险事业管理中心和劳动保障科学研究院社保所4个职能部门组成的协调小组，共同配合协调相关工作。

2004年12月24日，经劳动和社会保障部部务会议通过的《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》当日被市场解读为“千亿资金将涌入股市”，沪深股市均大幅上扬。几乎所有的业内人士和专家学者都一致认为企业年金入市是鸡年资本市场的利好，但2005年究竟有多少资金能够入场，大家也都持谨慎态度，而各金融机构均认为自己是最有优势管理企业年金的。

《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》和3个配套文件从2005年3月1日起实施，申报资格的准备时间约为两个月。5月中旬，劳动和社会保障部开始集中受理申报。

从国际经验看，养老基金在金融体系和资本市场中占有重要地位，养老保险体制的变革和创新是资本市场发展完善的基本推动力之一，而一个健全高效的资本市场又是养老基金实现保值增值的重要载体和主要途径。二者相互依存，相互促进。一方面，养老金投资于资本市场，有利于资本市场的发展。另一方面，资本市场是养老金保值增值的主要途径。

这场“年金选秀”在2002年“社保选秀”积累了丰富经验的基础上完成，也延续了“社保选秀”采用专家评审的市场化形式，在申请材料的标准、现场答辩、投票机制等方面都有很多相似之处。

与“社保选秀”不同，“年金选秀”要评选出4类资格的机构，包括受托人、托管人、账户管理人和投资管理人。尤其是投资管理人是业界最为关注的资格类型。在专家评审过程中，至少有两点是共同的：一是机构的内控体系与风险管理能力；二是其原有的投资业绩纪录，尤其是中低风险金融产品的投资管理能力。对企业年金的投资管理人来说，稳健的获利能力才是最重要的。

当时参加投资管理人评审的专家、光大银行企业年金中心主任李海红博士在接受媒体采访时表示，对不同类型的机构，评审标准都是相同的，只不过专家会考虑各机构不同的行业背景与特色。尤其关注各机构的内控制度，特别是看它们对防止利益输送是否有充分的关注与考虑。

“企业年金的持有人是非常弱势的群体，企业年金的性质又介于公募与私募之间，如果投资管理人管理着多种或多个账户，防止利益输送是首先应在制度上、流程上予以充分关注的。当然，我们还会关注机构提供个性化的产品设计与差异化的运营服务的能力。最终是要保证企业年金的投资管理能够稳健运行，使企业年金基金能在较低风险下获得持续稳定的增值。”

这场由劳动和社会保障部策划的企业年金“选秀”，几乎牵动了金融业内所有机构尤其是基金公司的神经，足见养老金、保险资金与基金业的关联度有多高。

很多符合社保条件但在“社保选秀”中落榜的基金公司对此项业务更是志在必得。在申请资格的过程中，有的基金公司甚至已经将产品设计与客户开发结合在一起，把目标锁定在能源、金融、钢铁等垄断行业的龙头企业，以及京沪广深等地的年金中心，期望抢占先机。

2005年8月2日，第一批企业年金基金管理机构名单出炉。不出意外，基金公司的优势在获得投资管理人资格上充分展现出来，南方、华夏、嘉实、博时、易方达、海富通、招商和富国基金拿到资质。

企业年金投资管理人资格获取，对大多基金公司而言，其长期意义大于短期意义。

要拿下一个年金客户对一家基金公司而言，是少则一年、多则三年以上的培育过程，多数企业都要从帮助搭建企业年金体系入手。欧美等国家企业年金市场能迅速做大的重要原因是优惠的税收政策，而我国基本养老保险制度仍在不断完善过程中，尤其是在当时背景下，财政和税务优惠向具有补充保障性质的企业年金倾斜的可能性不大。极少数非常有钱又对税收优惠敏感的企业有可能成为客户，也因此成为基金公司首批重点挖掘的目标。

毋庸置疑的一点是，随着QFII、保险资金、社保基金、企业年金等各类机构投资者队伍日益壮大，中国股市初步形成了多元化的机构投资者格局，对于促进基金市场的规范、健康、稳定发展，起到了非常重要的作用。

## “封转开”正式启动

2003年，已经被搅起一池涟漪的基金“封转开”。2004年，边缘化现象愈演愈烈，规模在20亿份以上的大盘基金折价率不断攀升，出现不少“6折”基金。2005年，“封转开”以一记乌龙球开球，正式吹响了启动的号角。

3月25日，沉寂很久的封闭式基金突然做了一回市场的主角。两市股指继续下挫，但封闭式基金开盘后出现了难得的涨势，尽管一小时后，基金兴华在涨势正旺时突然遭遇紧急停牌，但这并未阻挡基金指数逆风上扬。

封闭式基金的激情迸发缘于媒体的一篇报道。该报道称，基金兴华已将“封转开”计划上报证监会，投资者回报率可能高达54%。而昨日，上海证券交易所也正是因为该报道对基金兴华实施了紧急停牌。

事实证明这则“乌龙报道”是无源之水，当时即便是到期日最早的基金兴业，其到期日也在2006年11月14日。但市场对于“封转开”的翘首之心众人皆知。

而进入2006年之后，封闭式基金到底是“封转开”还是清盘，成为令行业忐忑不安的话题。

6月14日，证监会基金部召开通气会，相关负责人传达了封闭式基金转开放式基金的思路和监管理念。据介绍，基金公司不能提前实施“封转开”，以避免出现投机行为和集中“封转开”引起的市场恐慌。“希望基金公司本着到期一家转一家的原则，根据《基金法》有关规定，到期实行‘封转开’。”

《基金法》规定，如果基金公司选择“封转开”，必须召开持有人大会，并在大会召开前30天公布大会议案。如果大会通过“封转开”议案，则可进行，否则将不能实施。另外两种结果是清盘或者扩募。

当天，华夏基金宣布，该公司管理的封闭式基金基金兴业正式启动“封转开”程序，并于7月14日9点30分在北京国宾酒店召开持有人大会，以现场表决方式就基金兴业“封转开”议案进行投票表决。公司对外披露的基金兴业方案拟采取提供份额补偿激励、设置集中申购期、提高初期赎回费率等方法确保此次平衡转型。

“费率以及‘封转开’以后的产品定位是投资者关注的焦点问题。”时任华夏基金研发部副总经理褚晓菲向媒体介绍，“因此与投资者的持续沟通是基金兴业‘封转开’成功的关键。”当时基金兴业的持有人结构相对集中，典型的有保险公司、社保基金、QFII等，对于方案的考虑角度都有很大不同。

基金兴业转型方案公示之后，多方进行了反复沟通，在持有人大会召开之前完成了修订方案。最终基金兴业以98.69%的高比例获持有人大会表决通过，成为国内第一只到期转为开放式基金的封闭式基金。

8月9日，基金兴业在上海证券交易所退市，同时变更为开放式基金基金华夏平稳增长。经过为期三周的集中申购，华夏平稳增长完成了18.46亿元的新增规模，与原基金兴业5亿份基金份额合并后，总规模达到23.46亿份。

基金兴业的成功转型，不仅拉开了中国基金市场“封转开”的序幕，也为其他陆续到期的封闭式基金提供了一个转型蓝本。

## 阳光私募发展元年

私募基金是向特定客户募集的资金，与之对应的公募基金是向社会大众公开募集的资金。1998年前后，大量证券公司从业者加入委托

理财的队伍，以工作室、投资公司、咨询公司等形式存在，游走于鱼龙混杂的灰色地带，具备了“私募基金”的雏形。

这段没有监管、缺少法律保障、野蛮生长的时期持续了五六年，随着相关法律法规的出台，准私募基金开始通过证券公司或信托公司发行产品，逐渐迈入合法化、阳光化的进程。

具有阳光私募里程碑意义的事件，是2004年2月深国投推出了一只名为“赤子之心”的证券投资集合资金信托计划。

信托公司充当私募基金的发行方，银行作为资金保管方，而私募基金受聘于信托公司，负责管理募集的资金，这种“信托公司+保管银行+私募公司”的创新模式，使私募基金可以用“投资顾问”的身份，正大光明地进入基金管理领域，一举改变此前私募基金10多年徘徊在地下的境遇。

在“赤子之心”之前，2003年7月，云南信托推出投资二级市场的“中国龙”信托产品，亦是信托公司进行股票主动管理的早期践行者。

“2004年以前，国内私募主要以‘地下私募’的形式存在，游走于灰色地带，考虑到整个行业刚刚起步，为了鼓励市场的多样性，我们对这类基金的运作模式并未作严格的限定，直接监管也较少。”证监会原副主席桂敏杰在一篇文章中如是回顾。“赤子之心”开创了以信托为平台的阳光私募发行方式，“在这种模式下，当时大部分通过信托平台发行的私募基金受到银监会监管，行业逐步发展壮大，总管理规模及管理人数量等在此期间都得到了较大发展”。

虽然2004年阳光私募已经破茧而出，但后来社会上普遍把2007年定义为中国阳光私募的“元年”。

如此界定不仅是因为在此之前阳光私募不成气候，主要原因还在于，继博时基金的肖华创立尚诚投资之后，从2007年起，公募基金经理开始陆续投身私募。这一年，嘉实丰和基金的基金经理、研究总监赵军在股市高点离开公募基金，创立淡水泉；曾任职华夏基金、工银瑞信基金、湘财荷银基金的江晖也在这一年选择“奔私”创业，成立星石投资；在海富通基金管理QFII产品“扬子基金”的陈家琳则在上海创立世诚投资……一批在公募基金运作规范中成长起来的明星基金经理为私募行业注入了阳光的基因。

2008年1月，国金证券发布首份阳光私募评级报告，意味着国内专业研究机构开始关注阳光私募；2009年3月，晨星首次将国内的阳光私募产品作为样本股选入全球对冲基金指数（MSCI），阳光私募从此开始进入国际基金评级机构的视野；一些海外家族资金也开始选择淡水泉、景林等阳光私募机构作为投资管理人；在投研流程、风控管理、团队建设等方面，一些阳光私募开始脱颖而出。

2009年1月23日，银监会印发《信托公司证券投资信托业务操作指引》，成为第一个规范证券类信托产品的文件，这意味着存在多年的阳光私募模式得到监管部门认可。2009年，第二波“公奔私”热潮风起云涌，曾昭雄、孙建冬、李旭利等公募基金经理都在这一年转投私募行业，私募行业不断发展壮大。

在私募行业蓬勃发展的同时，监管机构也在讨论、筹划对私募行业进行规范化监管的相关事宜。

“当时我们配合人大财经委、法工委对全球主要市场（美国、欧盟等）进行了为期一年多的考察和调研，并根据国内金融监管体制和发展阶段，对《基金法》进行了修订。”桂敏杰回顾道。

2013年6月，新《基金法》正式实施，证券类私募基金被纳入《基金法》的调查范围，获得相应的法律地位，整个私募行业的监管权也

交至证监会手中。

2014年1月17日，中国证券投资基金业协会发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》。2014年2月7日，中国证券投资基金业协会开通网上登记备案系统，正式根据《基金法》开始接受私募基金的登记备案。

3月17日，首批50家私募基金管理机构在中国证券投资基金业协会登记为私募基金管理人，时任分管领导要求私募基金坚守三条行业底线：一是要坚持诚信守法，坚守职业道德底线；二是要坚守“私募”的基本原则，不得变相进行公募；三是要严格投资者适当性管理，坚持面向合格投资者募集资金。

3月28日，重阳A股阿尔发对冲基金在基金业协会备案成功，成为第一只根据《基金法》备案的法律意义上的私募基金，该基金为此还荣获2014年度上海金融创新成果奖。

2014年8月21日，证监会发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》正式开始实施。当年年底，正式备案的私募管理人就达到5017家，管理规模超过4600亿元。

2012年到2015年，原“基金一哥”、华夏基金大盘精选的掌舵人王亚伟离职，南方基金投资总监邱国鹭辞职，标志着第三波“公奔私”热潮到来。王茹远、王鹏辉、吕宜振、王卫东等大批公募基金经理随着新一轮牛市的到来投身私募行业，“公奔私”达到高潮。

2015年开始，证监会和基金业协会先后从备案、募资、内控、信披、投资等方面对私募行业展开监管，“7+2”自律体系开始逐步建立，监管责任更加明确与细化。2017年8月，国务院发布《私募投资基金监督管理暂行办法（征求意见稿）》，意味着私募行业的顶层设计即将落地，与此同时，包括私募股权基金、创投基金在内的私募行业总管

理规模也节节攀升，并于2016年下半年历史性地超过了公募基金管理规模。

## 万众瞩目QDII出海

在监管部门的工作中，QDII几乎是与QFII同时被研究的课题，但在实践上，一直到2006年——QFII业务推出3年之后，QDII业务才正式破冰。

与QFII不同，QDII是先推出了产品试点，再有了试行管理办法，进而在行业里全面铺开。在产品试点之前，2006年5月30日，监管部门曾在上海召开了一次重要会议。这场开了4个多小时的会议大体确定了QDII的原则性问题。

孙杰介绍，最重要的原则就是：第一，要确保资金安全性，要清楚资金的去向；第二，先迈出一步很关键，要通过“走出去”了解、学习境外的先进经验，尤其是制度安排和市场规则。

2006年6月22日，证监会召开QDII产品评审会。《21世纪经济报道》一篇报道称，评审会由证监会基金部主任孙杰主持，证监会、外管局、国税总局等多部委领导以及行业专家30多人参与评审。“与一般的基金产品评审不同，当天的评审内容除了QDII产品方案，还有托管模式、风险监控措施、投资决策程序等，可见监管部门的重视与谨慎。”

华安基金高层、工商银行基金托管部、中外法律顾问等也都参加了评审，与会的外方包括雷曼兄弟的投资人员，境外托管行汇丰也派相关人员赶赴北京。

这么多部委人员参加一场基金产品评审会，本身就意味着QDII影响深远，需要来自各方的多重协调和合作沟通。

华安基金上报的QDII产品方案顺利通过评审。

“华安推的是一只保本产品，比较稳健，满足我们当时‘安全第一’的原则。上会很顺利，我们还采用了双托管机制，一个是中方托管行工商银行，一个是外资托管行汇丰银行，双重受托人，用这样的制度安排为第一只QDII产品护航。”孙杰回忆。

所谓双托管制，是针对QDII产品的一项制度安排，因为QDII产品发行募集在境内，投资市场涉及海外不同地区，资金清算、交易结算、监管制度的要求等各不相同，需要配备境外托管行，来保障产品资产的安全性和稳定运行。

托管银行为每个QDII产品开设的托管账户、提供的每笔外汇兑换、开办的每笔资金境内外汇划、办理的每笔境外结算都保留了完整的记录，并可以按照监管部门的要求定期提供业务运营第一线的基础数据和监管报表。这些托管服务已成为各行业主管部门和国家外管局监督和管理国际资本流动、规范境外投资、保护境内投资者的重要手段。

2006年8月18日，证监会发布通知，批准华安基金正式启动QDII试点，华安基金成为首家获得QDII资格的基金管理公司。

9月13日，国内首只QDII基金——华安国际配置基金向内地投资者公开发行。该基金最终募集认购金额1.97亿美元，并于11月2日正式成立。

2007年6月20日，证监会在官方网站上发布《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，包括基金、券商在内的证券投资机构

开展QDII业务将有章可循，该办法从7月5日开始正式实施。

在摸索中前进已久的基金业QDII在2007年牛市最为热烈的时候，拿到证监会一纸“通关令”。

《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》规定：基金管理公司的门槛是净资产不少于2亿元人民币，经营证券投资基金管理业务达2年以上，在最近一个季度末资产管理规模不少于200亿元人民币或等值外汇资产，证券公司门槛是各项风险控制指标符合规定标准，净资本不低于8亿元人民币，净资本与净资产比例不低于70%，经营集合资产管理计划业务达1年以上，在最近一个季度末，资产管理规模不少于20亿元人民币或等值外汇资产。

和普通公募基金一样，基金QDII在投资比例上都有严格限制。如单只基金持有同一家银行的存款不得超过基金、集合计划净值的20%；除指数基金外，单只基金、集合计划持有同一机构（政府、国际金融组织除外）发行的证券市值不得超过基金、集合计划净值的10%等。

9—10月，《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》颁布后的首批4只QDII基金先后问世，分别是南方全球精选基金、嘉实海外中国股票基金、上投亚太优势基金、华夏全球精选基金。

正值牛市高潮，基金QDII产品的高调登场，将中国基金投资者的热情推到了极致。9月12日发行的南方全球精选基金，媒体报道其发行之前，每天客户咨询电话多达1.5万个。上投摩根旗下亚太优势基金募集首日的认购申请高达1162.61亿元，远超300亿元的预定募集规模，最终按25.8%的比例配售。

然而，恰逢国际金融危机爆发，全球股市受到冲击，首批QDII基金单位净值长期跌破面值。2008年第四季度至2009年第一季度，上投

亚太优势基金单位净值数次跌至0.32元附近。2008年10月，华夏全球精选基金单位净值最低跌至0.415元。

最早的QDII产品华安国际配置基金在经历了对于雷曼兄弟的诉讼案之后，于2011年11月7日宣布清盘，但公司仍然履行了保本义务，向投资者弥补亏损。作为国内第一只QDII基金，华安国际配置基金的试点历程为中国基金投资走向海外做出了诸多有益的探索，对于QDII制度的完善有着积极意义。例如，为如何设计公司自主投研与外方投资顾问的关系，如何应对“黑天鹅”事件提供了经验借鉴。

首批QDII出海遇巨浪让投资者蒙受了损失，在此后的三四年间，基金行业几乎是闻QDII色变，相关产品的销售陷入极其困难的境地。直到2010年之后，后期陆续发行的QDII产品持续的赚钱效应，以及作为全球多元资产配置的价值才真正呈现，QDII家族开始逐渐壮大。

# 第六章 逆境生长（2008—2009年）

信念是鸟，它在黎明前仍然黑暗之际，感觉到了光明，唱出了歌。

——泰戈尔《飞鸟集》

美国对冲基金经理纳西姆·尼古拉斯·塔勒布所著《黑天鹅》一书谈道，在发现黑天鹅之前，欧洲人认为天鹅都是白色的。“黑天鹅”是他们言谈与写作中的惯用语，用来指代不可能存在的事物。但这个“尽人皆知的常识”，随着澳大利亚第一只黑天鹅的出现而彻底崩溃。

“黑天鹅”的寓意是不可预测的重大稀有事件，它出现在意料之外，却又改变一切。对投资者而言，任何不可预知却会实际发生的重大风险，都是我们在投资中可能遭遇的“黑天鹅”。

对中国老百姓而言，2008年的“黑天鹅”事件是从元旦过后的第二周，南方一场百年不遇的雪灾开始的。那是南方最寒冷的一个冬天，大范围降温造成雨雪、冰冻自然灾害肆虐。大雪封了高速公路，铁路中断运行。恰逢春运，货车客车堵在路上绵延几公里。但更大的灾难在后面，2008年5月12日的汶川大地震，给中国带来了巨大的痛楚，留下了难以忘怀的悲伤记忆。

南方沦陷于寒冬的同时，全球金融风暴眼正在慢慢逼近。2007年，美国越来越多的住房贷款公司宣布破产。7月10日，标准普尔率先降低次级抵押贷款债券评级。全球金融市场开始剧烈震荡，多国央行被迫进行干预，大量投放资金以抑制市场恶化。2008年1月4日，美国银行业协会数据显示，消费者信贷违约现象加剧，逾期还款率升至

2001年以来最高。1月，花旗银行、美林公司先后宣布第四季度亏损近百亿美元，瑞士银行更是亏损114亿美元。

彼时A股还在延续上一年度最后一周的上升势头，上证综指最高摸至5522.78点，市场的乐观情绪刚刚被撩动，A股的牛市行情就戛然而止。

2008年1月18日，美国总统布什宣布实施1450亿美元减税计划，以应对经济恶化的状况，纽约股市大跌。A股在中国平安、中国人寿等巨无霸计划再融资的信息下，更是直接进入疾风骤雨式的下跌态势。截至2月1日，仅仅14个交易日，上证综指暴跌超过24%。

进入第一季度，在美国等多国联合救市的努力下，市场开始趋稳；在遭受重创的美国投行贝尔斯登被接管后，第二季度金融市场明显回暖，很多人相信危机已经过去。但这种局面的出现，实际上是大规模救市举措后的回光返照，危机的根本问题并没有得到解决，房地产价格颓势没有发生逆转。

进入9月，美国著名的住房贷款和担保公司房利美和房地美以及大量从事住房债券保险的美国国际保险集团（AIG），深陷泥潭难以自拔，不得不被政府接管。9月15日，著名投行雷曼兄弟公司申请破产保护，债务逾6130亿美元，华尔街迎来“至暗时刻”。次日，著名投行美林证券公司被美国银行低价收购。9月21日，华尔街最后两家投行——摩根士丹利和高盛获批转为银行控股公司，接受美联储监管。9月25日，美国摩根大通银行仅用19亿美元就收购了美国最大的存贷款机构——华盛顿互助银行。

9月30日，道琼斯指数下跌6.98%，创下有史以来的最大跌幅，进而引发严重的全球金融危机。时任美联储主席格林斯潘说，美国正在陷入“百年一遇”的金融危机之中。

中国A股市场没有迎来望眼欲穿的“奥运行情”，上证综指一路溃败至1800点附近，最大年度跌幅超过70%，位列全球之首。10月27日，指数盘中跌穿1665点。

传奇基金经理比尔·米勒曾经连续15个自然年度击败标普500指数，却在当时近两年的投资中一再受挫。中国的基金业还来不及回味好光景，就迅速陷入全球经济危机带来的下跌惨痛中。由于客户的损失，基金业前两年的过度营销和收费方式都开始受到市场诟病。

基金业的边界和发展空间都亟须明晰，对《基金法》的新一轮修订正式启动，行业在后撤中拓宽上升的瓶颈，蓄积着前进的动能。

11月5日，政府实施4万亿经济刺激计划。A股终于从单边下跌的走势中开始慢慢缓过劲来。但市场波谲云诡，虽然高达60%的年度市场跌幅即将成为过去，但投资中兴奋和忧伤共存、贪婪和恐惧交集的情绪将继续传递。

2009年，A股强劲反弹。上证综指从1820.81点最高涨至3478.01点。受益于股市反弹和新基金发行等因素，2009年年底，基金业各类基金净值规模达到2.682万亿元，比2008年增加7438亿元，增长38%。

# 第一节 2008年 后撤蓄力

## 投资者教育掀高潮

2008年1月底，银行客户经理收到了新发基金的折页宣传单，上面有一个很重要的细节：占据1/3页面的《风险提示函》着力提示了基金投资的各种风险。除了摆放在银行柜台宣传栏的折页资料之外，其他任何一份基金宣传推介资料上，都有醒目、方便阅读的风险提示。

在金融危机之下，监管的力度并没有因为基金销售冷清而稍有放松，销售“适当性原则”一以贯之，监管部门希望将“合适的基金卖给合适的持有人”作为在任何环境中都需要遵守的原则。

证监会1月25日公告称，已正式取消“证券投资基金宣传推介材料”的行政许可项目。这也意味着，证监会今后下发新基金发行批文后，只要基金公司准备好了，即可随时展开发行，而不再需要审批宣传材料。

证监会同时发布《关于证券投资基金宣传推介材料监管事项的补充规定》（以下简称《补充规定》），要求基金公司在基金宣传中不能误导投资者；并对基金宣传资料进行了严格的规定，要求不能随意用“最大”、“最好”、“最强”等字眼，且必须有风险提示。

一些“陷阱性”词语成为基金宣传资料中的忌讳词。证监会称，在缺乏足够证据支持的情况下，不得使用“业绩稳健”、“业绩优良”、“名列前茅”、“位居前列”、“首只”、“最大”、“最好”、“最强”、“唯一”等表述；此外，基金宣传不得使用“坐享财富增长”、“安心享受成

长”、“尽享牛市”、“欲购从速”、“申购良机”、“净值归一”等误导基金投资人的表述。

“这次发布的《补充规定》是为了把投资者教育和风险提示贯彻到基金销售的最前端。”证监会基金部相关负责人表示，基金投资者也可以根据宣传资料来判断一个基金公司的好坏，“不进行风险提示、误导投资者忽视风险的基金公司一定不是好公司”。

事实上，随着宣传推介渠道的拓展，监管部门也扩大了对基金宣传资料的监管范围。在《证券投资基金销售管理办法》规定的宣传单、海报、户外广告等传统基金宣传推介材料之外，《补充规定》首次明确，报眼及报花广告、公共网站链接广告、传真、短信、非指定信息披露媒体上刊发的与基金分红及销售相关的公告等基金销售信息均为基金宣传推介材料。

特别值得一提的是，《补充规定》规定，如果基金公司、代销机构出现了使用基金宣传推介材料的违规情况，最恶劣的情况“将责令基金管理公司或基金代销机构进行整改、暂停办理相关业务、立案调查”。

在金融海啸爆发后，各方的反思也空前高涨，包括基金公司、销售渠道在内的理财市场直接相关者在一定程度上达成了共识，即从基金产品设计到产品面向大众销售，再到平时对客户的关系维护、风险控制，这一整套流程中的每个环节都需要注入投资者教育的元素。这也需要包括证监、银监、证券和银行同业公会以及各大销售机构、投资机构在内的各个部门和领域内人士的共同努力。

证监会发布31号文，规定从9月至12月，对基金公司、证券公司、商业银行进行基金销售现场检查，检查项目超过百项，涉及9大方面的内容，大项包括资金安全保障、内部控制制度、信息管理平台、销售

适用性、宣传推介材料、基金从业人员、投资者教育、基金销售协议以及数据报送。

在“基金销售与信息系统应急预案风险点汇总”的表格中，风险类别中“销售业务类的巨额赎回”，要求基金公司做好流动性管理，做好资金支付和投资人告知工作；在“对外宣传类”中，公司高管、基金经理等核心人员对外讲话或博客内容引起市场波动，要求基金公司严查并禁止，一旦发生应立即撤销并更正以消除影响；在“安全保障类”中，针对群体性事件，要求基金公司、基金代销机构协助当地证监局、公安部门做好人员疏导工作，维持社会稳定。

当时超过80%的基金份额都由银行销售，基金公司直销和券商销售只占其中很小的比例。因此，很多基金投资者投资基金都是在银行理财经理的推介下购买的。在此次检查中，证监会基金监管部、中国证券业协会亦联合对商业银行及营业网点基金销售进行了现场检查。

随着监管部门明确要求和监察并举，各方在投资者教育上的态度变化慢慢显示出来。基金公司越来越把风险控制以及投资者教育作为销售新产品的主要“卖点”，而不是一味描述基金公司的过往业绩以及基金公司的规模。比如，有的基金公司加大了对公司内部风险管理部门的资源配置，有的基金公司在设计和销售低风险产品之前就反复强调产品的风险性，以期让投资者在选择之初就了解产品的特性。

各种接地气、喜闻乐见的投资者教育形式层出不穷。如汇丰晋信基金的“红楼理财”系列，开辟了一种将基金理财常识与经典名著相结合的文风，成为行业争相效仿的对象。而系列漫画、媒体专栏等各种形式则几乎成为各家公司营销或投资者教育的标配。

将定期定额作为熊市阶段的营销主打，成为基金公司和银行等代销渠道的共识。广发基金、南方基金、融通基金、上投摩根等公司不

遗余力地定投推广，使得它们在2008年和2009年弱市之下依然收获不少新增的客户。

各种形式的理财培训会、投资报告会，也成为基金公司与投资者沟通投资理念、树立理性投资理念的必经之路。

熊市的冷峻现实使基金公司开始真正意识到，投资者教育绝不是简单地告诉投资者是否值得买和买什么，而是要向投资者传授该如何理性地认识市场，以及如何选择适合自己的理财品种等方面的知识。以智理财、以智聚财，为投资者实现长久持续的回报，为投资者构建美好的未来生活，是基金公司的使命。

值得一提的是，有时候，市场或许是最为直观有效的投资者教育方式。2007年全球市场大熊，面对股市的投资风险，投资者迅速将部分资产向债券基金腾挪。2007年底，这一类基金的资产规模仅为2051亿元，数量为93只；而到了2008年底，其规模已经扩大到5959亿元，数量上升到146只，占国内公募基金资产的比例增加到31.59%。

债券市场迎来久违的牛市之后，债券基金的风险也被监管部门密切关注。

2008年11月17日，证监会基金部向各基金公司及托管行下发《关于基金债券投资相关风险的提示函》，规定货币基金“如果偏离度的绝对值在一年内两次以上超过0.5%，我部将根据《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》第三十五条的规定，对相关高级管理人员采取出具警示函、进行监管谈话、记入诚信档案等行政监督措施”。

提示函给出了6条风险提示。除了严禁为追求收益而违规操作、货币基金的偏离度应保持在合理范围内两项外；其余为加强债券投资的信用风险、利率风险和流动性风险的风险控制，同时提示托管行对基金的债券投资运作加强监控力度。监管部门的根本意图在于防止部分

基金公司操纵固定收益品种投资的收益率，片面追求基金规模的扩大。

## 指数基金大扩容

2008年A股走熊，表面上基金行业并无新业务开拓，然而业务创新的步伐从未停止。

12月16日，证监会基金部发布《证券投资基金产品创新的鼓励措施》，旨在从制度上鼓励基金产品创新。通知表示，基金部将在今后的审核工作中对有重大创新的基金产品实行绿色通道审核制度，基金公司可以在创新产品的审核期间，再上报一只普通基金产品，被认定为有重大创新的前几只类似产品都可以实行绿色通道审核制度。

市场对此的解读是，该文件是将此前不成文的政策公开透明化了。自封闭式基金改革创新以来，证监会一直执行鼓励基金产品创新的政策。

如果说熊市中的监管重在夯实基础，那么在此时鼓励创新更来自对行业活力源泉的尊重，这样的政策举措出现在当时的环境中，则更显珍贵。

在牛市结束之后，产品创新成为基金公司“熊市守江山”的重要利器，关系着各自的市场份额，市场压力促使基金公司加大了产品创新力度。

2009年6月2日，证监会向各大基金公司、托管银行下发了《交易开放式指数证券投资基金（ETF）联接基金审核指引》（以下简称《指引》），为ETF联接基金这一创新产品下达了准生证。

与此同时，停发两年有余的ETF迎来了新产品。工银瑞信基金上证央企指数ETF，以及博时、嘉实、友邦华泰等多家基金公司的ETF产品都进入申报通道。此前，当年已有3只沪深300指数基金成立。

业内人士相信，监管部门大力扩容指数基金可谓一石二鸟：吸引更多的中长期投资者，活跃ETF指数基金交易；稳定股指，为创业板、IPO重启、股指期货推出做前期铺垫。

当时的A股市场只有5只ETF，分别为华夏上证50ETF、华夏中小板ETF、易方达深证100ETF、华安上证180ETF、友邦华泰红利ETF。

《指引》明确规定：ETF联接基金财产中，目标ETF不得低于基金资产净值的90%。这意味着，ETF联接基金主要的投资对象为其所连接的ETF产品，业绩表现与后者高度相关。

而与ETF不同的是，投资者不必通过二级市场参与买卖，而是直接通过银行柜台即可办理ETF联接基金的申购赎回业务，且以1000元为最小投资起点，这降低了投资门槛，进一步扩大了ETF中长期投资群体规模。显然，此时推出ETF联接基金的用意在于引入银行渠道，让更多的银行客户参与交易所交易产品市场、活跃ETF市场。

指数家族中，还杀入了一匹“奇特的黑马”——国投瑞银瑞和沪深300指数分级基金。从当年业内的第一只分级基金——瑞福分级基金，到这只指数分级基金，总经理尚健率领的国投瑞银已成为业内创新产品最多的基金管理公司之一。

相对于传统基金产品，瑞和沪深300分级非常复杂，以致后续效仿它的基金公司的销售人员去银行、券商渠道路演时仍然感觉“客户经理很难听得懂”。

在尚健看来，创新也是很挣扎的过程，“在发行瑞和前，公司就面临抉择，是在推进创新的同时，很稳健地推一个传统股票类产品，还是就主推一个创新产品”。

前者的好处显而易见，风险可控、进度可控，但也很可能分散了团队的精力，降低了创新产品获批的概率。而主打一个创新产品，虽然通过的可能性大增，但是审批周期、基金募集等各个环节都将面临不确定性，后者可能影响公司短期的规模。

最终尚健拍板，上创新产品。这一个决定，加上7个月的努力和等待，才终于换来了瑞和分级基金的上市发行。

谈起瑞和，尚健津津乐道：这是内地的首只分级指数基金，具有创新分级、分区杠杆、交易套利、份额年结等属性。

其中，最大的特点是，不再以稳健和进取的投资风格区分两级产品，而是通过在1.1元处分级，设置两个产品不同的投资杠杆。这使两个产品可以按照后市收益预期的不同而分别找到适合的投资人——那些认为市场将小幅上涨的指数型基金投资者，以及那些认为市场将有较大幅度上涨的指数型基金投资者。

QDII同时瞄准了指数化投资，南方基金宣布与标准普尔指数公司签约，在内地市场独家开发跟踪标准普尔500指数的基金产品。国泰基金亦表示，已与美国纳斯达克OMX集团签署了独家许可协议，拟开发跟踪纳斯达克100指数的投资产品。此外，包括华夏、嘉实在内的多家大型基金公司均在开发跟踪国外强势指数的QDII产品。

毫无疑问，2009年是指数基金的扩容、丰收之年。

2008年底，指数型基金规模993.01亿元，2009年底增至3408.20亿元，规模增加来自份额和业绩的双双大幅增长。而同期基金管理规模

整体在缩水。大熊市之后的第一年，指数由低点大幅反弹造就了指数基金当年遥遥领先的业绩，这无疑成为指数基金热度陡增的最大因素。在赚钱效应的吸引下，多数指数基金均创下了不俗的首发规模。

其中，华夏沪深300指数基金以247.72亿份的规模一举成为当年首发规模最大的指数基金，易方达深100ETF联接首发规模达到189.25亿份，名列第二，易方达沪深300指数基金首发规模达到167.463亿份，名列第三。

## 专户理财业务元年

2008年1月1日，《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（以下简称《试点办法》）正式开始实施，意味着基金公司“专户元年”的开启。

早在2007年5月，《中国证券报》的头版头条报道就已透露了专户业务即将开闸的重磅消息，记者拿到了专户理财《试点办法》初稿。

6个月后，该《试点办法》正式由证监会发布，试点阶段先允许基金管理公司开展5000万元以上一对一的单一客户理财业务。

所谓特定客户资产管理业务，即专户理财，是指基金公司向特定客户募集资金或者接受特定客户财产委托担任资产管理人，由商业银行担任资产托管人，为资产委托人的利益运用委托财产进行证券投资。

从国际经验来看，发达国家资产管理机构中，公募和机构理财业务各占50%，而我国基金业偏重于公募，只有少数基金公司在为全国社保基金和企业年金做专户理财，并没有大力发展机构理财。

证监会表示将根据“先行试点、稳步推进、强化监管、防范风险”的原则，选择部分资产管理规模较大、投资管理和运作良好以及内部风险控制制度健全的基金管理公司进行前期试点，待积累相关经验后再逐步推广到整个行业。

《试点办法》规定，申请试点资格的基金必须满足净资产不低于2亿元人民币；最近一个季度末，资产管理规模不低于200亿元人民币或等值外汇资产。

《试点办法》要求，基金管理公司应为委托财产开设专门用于证券买卖的证券账户和资金账户，设立专门的业务部门，投资经理与证券投资基金的基金经理的办公区域应当严格分离，并不得相互兼任。在一个委托投资期内，若投资目标和投资策略类似的证券投资基金和委托财产投资组合之间的业绩表现有明显差距，则应出具书面分析报告，报证监会备案。

《试点办法》同时规定，在一个委托投资期内，业绩报酬的提取比例不得高于所管理资产净收益的20%。固定管理费用和业绩报酬可以并行收取。最高达20%的丰厚回报，已经达到了私募基金的水平。

《试点办法》实施当日清晨，众多基金公司即在证监会排队申请业务试点资格，希望成为第一批试点公司。

2月中旬，鹏华、国泰等9家基金公司获准第一批开展专户理财业务，首先出场的交银施罗德、易方达等基金公司迅速与客户签订了相关业务协议并投入市场。

由于基金专户理财业务在利益分配上与公募基金的“标准化管理”有着明显不同，基金公司可以从专户理财业务中收取不低于同类证券投资基金费率60%的固定管理费率，以及不高于委托投资期间净收益20%的业绩报酬。因此，在该项业务刚刚兴起时，基金公司一度祭

出了明星基金经理的阵容，比如易方达基金的肖坚、华夏基金的郭树强、南方基金的吕一凡等。

然而，在2008年行情行将结束之际，一度轰轰烈烈的基金专户理财业务并没有带给市场更多的喜悦。相反，由于各种因素制约，曾被业内冠以长线投资概念的基金专户理财业务还是“入乡随俗”，部分操作短期化色彩明显；加上“一对一”客户主要局限于部分上市公司、高端个人客户，而专户理财难以套用现有的法规和税收优惠政策，各大基金公司纷纷遭遇“巧妇难为无米之炊”的尴尬。

2009年5月12日，证监会公布相关规定，对基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务进行规范。据此，自6月1日起，拥有100万元以上资金的投资者可以选择参加基金公司的“一对多”专户理财业务。

8月初，证监会下发了《基金管理公司特定多个客户资产管理合同内容与格式准则》，专户“一对多”自此逐步进入实战阶段。尽管专户“一对多”第三季度才开始进行产品的募集与投资，但相比于公募基金，作为初生牛犊的“一对多”一开始就呈现出风格差异化、渠道差异化、产品创新化的特征，一些基金公司推出了封闭式基金投资专户，一些基金公司则选择股债灵活配置。

随着宏观经济的持续改善，借A股市场大幅反弹，一度遭遇窘境的基金专户理财上演了一番“忽如一夜春风来，千树万树梨花开”的场景，部分基金专户的“一对一”合同规模甚至超过不少公募基金的首发规模。客户多样化取得较大进展，国内基金公司的专户投资者开始拓展至券商、高等学府、福利基金会、PE基金等各个类别。

根据《上海证券报》一份不完全统计数据显示，截至2009年，已有超过80只基金“一对多”专户产品发行成立，总规模超过100亿元。

## 第二节 2009年 喜忧参半

### 国际化喜忧参半

2007年10月24日，中信国安发布一则公告宣布，将持有的巨田基金35%的股权转让给摩根士丹利公司，售价为6469.5万元。根据之前相关媒体的报道，摩根士丹利的合作方华鑫证券也获得了巨田基金35%的股份，这就意味着摩根士丹利联手华鑫证券共获得巨田基金70%的控制权。

此前，中信国安原本打算将持有的35%的巨田基金股权转让给控股股东中信国安集团。由于市场情况发生变化，双方最终决定中止该笔股权转让。

2008年6月16日，巨田基金发布公告称，经证监会批准，公司正式更名为摩根士丹利华鑫基金管理有限公司，公司已于2008年6月12日办理完毕股东出资转让、公司更名的工商变更登记相关手续。至此，中国基金业合资基金公司和内资基金公司平分天下的局面被打破，中国60家基金公司中，合资基金公司已占到31家。

此前，中国内资与外资基金公司的数量堪称平分天下。而在管理资产规模上，内资尚属领先，30家内资基金管理公司管理资产规模占总规模的60%。

2008年4月8日，《关于证券投资基金管理公司在香港设立机构的规定》发布实施。7月3日，南方基金香港分公司——南方东英资产管理有限公司获得证监会批准成立，注册资本为2亿港元，南方基金与东

英资产分别占该合资公司70%与30%的股权。南方基金成为首家走向海外的内地基金管理公司。南方东英初期的重要角色则是为南方基金旗下的QDII基金——“南方全球精选配置基金”搭建起港股投资部分的研究平台。

随后，易方达、嘉实、华夏等基金公司陆续获准开设香港分支机构。截至2017年底，已有24家基金管理公司设立香港子公司。

一边是合资基金公司、基金公司香港分支机构落地的高歌猛进，一边则是首批QDII基金在喧嚣中扬帆起航，试水海外股市，最少的亏了近一半，最多的已经亏损63%，仅仅一年时间，便经历了从天堂到地狱的巨变。

受益于全球股市2009年的普遍造好，QDII基金在当年获得较好盈利，除华安国际外的9只QDII基金整体涨幅分布在29.93%~83.06%，这与2008年的惨淡业绩形成鲜明的对比。

海外市场持续回暖的趋势拨动着监管部门和基金公司推动QDII基金发展的神经，双方都在为进一步推动QDII基金的发展做出努力。如批准QDII基金专户、新一批公募QDII基金获批；国家外汇管理局为基金公司再次分配外汇额度（2009年有7家基金公司获得共60亿美元外汇额度）；基金公司积极筹备引入海外跨境ETF等一系列的动作都反映了对QDII基金出海的再次期望。

然而，2007年和2008年的收益与投资者当初的预期出现的巨大反差一直未能消除投资者对海外市场的谨慎态度，QDII基金在销售渠道仍旧是客户经理卖不动的“老大难”。

2009年2月23日，工银瑞信全球发布公告，解除与瑞士信贷资产管理公司的投资顾问关系；7月，南方全球更换境外投资顾问；9月，嘉实海外公告称，德意志资产管理公司不再担任其投资顾问。当年，基

金公司涉水QDII基金时一般都请了“洋教练”，毕竟“洋教练”对海外市场更加熟稔。但QDII基金当年出师不利，尽管有多种原因，但“洋教练”未能发挥预期作用也是事实。

而随着基金公司自身通过设立香港分支机构，开始走上自己建设海外团队的道路，独立自主的国际化渐成趋势。

## “停牌门”估值新规

2007年7月1日，证券投资基金开始施行新《企业会计准则》，新准则主要变化之一就是按照公允价值对基金资产估值。基金合同规定，证券投资基金对停牌股票的估值采用停牌前一日的收盘价作为估值价格。这一方法在资本市场容量不大、停牌事项较少的情况下，由于排除了主观因素及具有可操作性而被基金行业采用。

自2008年以来，沪深两市泥沙俱下，指数不断下滑。经历了长时间的单边下跌后，多数股票已从最高峰回落过半。由于种种原因，部分股票停牌时间过长，其间股指大跌，复牌后有着强烈的补跌要求，给重仓持有这类股票的机构以沉重打击。

“我们认为，当净值虚增幅度较大时，容易引发投资者对基金估值公允性的质疑和提前赎回，是对长期基金持有人利益的损害。”肖婉如回忆，当时工商银行对此非常关注，并口头向证监会反映，由此引起了证监会和业内高度关注。在证监会的支持下，工商银行多次与其他托管行、基金公司对估值办法进行商讨，提出了指数收益法、可比公司法、市场价格模型法、用估值模型进行估值等四种对停牌股票估值的参考方法。

2008年9月12日下午5点，证监会临时召开紧急会议，讨论长期停牌股票的估值问题，在会议上，工商银行作为中国证券业协会基金估值小组的组长单位，介绍了估值调整的四种参考方法，并推荐使用更客观、更具操作性的指数收益法，得到了证监会和与会单位的肯定。

会议当天，证监会发布《关于进一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》，公告将从9月16日开始对长期停牌股票进行动态价值重估，对基金管理公司在公允价值计量，尤其是长期停牌股票的估值上做出制度性安排。

截至2008年9月16日，200多只基金总计持有因重大事项而长期停牌的股票市值达508亿元。在长期停牌的股票中，基金参与的股票有11只。其中，一次性估值调整对基金净值有显著影响的股票有8只。部分公司属于基金行业绝对的重仓股。据2008年中报显示，截至6月30日，有131只基金持有盐湖钾肥，125只基金持有长江电力，80只基金持有云天化。

“停牌股估值问题是当时行业必须要解决的一个重头问题，牵涉产品、客户、清算等方方面面。基金部紧急召开了一次视频会议，把大家召集起来讨论。形成了行业指数法估值方法，并与证监会首席会计师商讨后确定，最后由证监会会计部颁布正式规定。”一位亲历者回忆“估值新规”出台的幕后情况。

“9月12日当晚，工商银行就立即组织相关人员召开会议，对估值方法进行学习讨论，并根据9月12日净值数据就价值重估对我行托管基金的影响进行了模拟统计和分析，将分析报告发送证监会，为监管部门掌握政策影响提供信息。”肖婉如还清楚地记得，当时正值中秋节，证监会再次紧急通知，要求托管行在9月15日上午10点以前报送本行托管的所有股票和混合基金组合数量合计，涉及调整的组合数、基金调整幅度的平均值及调整金额合计、具体股票名称及调整幅度最大的前五名基金及调整幅度等相关数据。

“员工放弃休假，提前将相关数据报送证监会，与此同时，与监管部门、各基金公司、会计师事务所等相关机构进行充分沟通，协调业内各方统一采用指数收益法进行估值，最终形成统一意见，确保了节后第一天基金净值计算正确和及时披露。从9月16日开始，工商银行每日计算停牌股票的估值参考价，与基金公司核对后在全行业统一使用。”

9月16日当天，适逢两市银行股暴跌，双重因素导致多只基金大幅减值，共20多只基金净值跌幅在5%以上，净值跌幅最大的基金为东吴双动力基金，其较前一估值日减值12.5889%。其次是华商领先基金，下跌12.13%。

在此之前，长期停牌股票所引发的基金估值尴尬已有所显现。而在证监会“估值新规”出台之前，市场中亦有消息称一些重仓基金已遭到较多赎回。

此前，按照基金合同的规定，当对基金资产的估值无法反映其公允价值时，基金管理人只需与基金托管人协商解决即可。但实际上，由于2008年市场的暴跌，重仓云天化等长期停牌股的基金估值早已发生了严重偏离，却没有一家基金公司率先对所持停牌股重新估值。率先重新估值意味着基金净值与业绩先人一步下跌，唯有在证监会的统一要求下，整个行业才愿意一起行动。2008年11月10日，云天化复牌，接着便是连续多次跌停，从停牌前的62元一路跌到26.2元，“估值新规”预见性地应对了这一股价严重偏离带来的持有人利益损害可能。

当初因为长期停牌引起的估值方式调整，在接下来几年当中，基金业遭遇众多“黑天鹅”事件时发挥了更大的作用。

在这次“估值新规”中，市场中的5只ETF基金联合上书证监会申请豁免并最终得到默许。ETF基金不宜采用新方法对所持停牌股票重新估值的主要理由是，ETF基金目前的价格已是市场的公允价格，如果

以新方法估值，可能会对ETF基金一、二级市场的平衡及交易的活跃性产生重要影响。

“当时正在推进股权分置改革，大量停牌造成股价失真，我们就用行业指数来估值，第一次解决了估值问题，到后来，整个市场出现各种情况，这时我们逐步过渡到公司自主决策。整体的监管原则是，第一步有共同的指导，第二步鼓励公司自主决策。这是遵循市场规律的做法。”洪磊如是总结道。

事实上，除了股票，对债券投资的管理和估值，无论对业界还是监管部门来说都是一大难点。在时任基金部领导李正强等人的推动下，2009年2月，中国证监会基金部和中央国债登记结算有限公司签署了《监管合作备忘录》。这是一份值得记入历史的备忘录，其主要内容是，中央国债登记结算有限公司协助建立基金债券投资交易行为监控系统，定期向证监会基金部提供基金在银行间债券市场从事债券投资的相关情况，特别是重大风险事项和异常交易行为。

资料显示，当时的基金数量已达439只，资产净值为19403.25亿元。其中在中债登开设债券账户的基金总数为431只，基金持有的债券总量为6678.42亿元。

通过建立中央国债登记结算有限公司向基金监管部的数据报送机制，有助于基金部实现对基金银行间市场债券投资交易数据、基金异常交易行为情况，以及基金持有和交易风险债券等情况的全面分析和监控，及时发现、处理基金债券投资中的重大风险事项和异常交易行为，从而加强对基金在银行间债券市场中债券投资行为的监管，保证基金的债券投资交易行为符合相关法律法规，同时防范由于基金管理不善和不当投资交易行为所导致的利率风险、信用风险、流动性风险和道德风险，进一步规范基金的债券投资交易行为。

# 搭建对外信息披露体系

对基金业的从业人员而言，基金公司虽然不是上市公司，却是真正意义上的“公众公司”，最主要的原因就在于基金公司完备的信息披露制度，让基金公司的投资、运营、风控等业务环节都更透明、阳光。

自2003年开始，证监会陆续出台了涵盖基金财务指标、净值表现、投资组合、上市交易、年报、半年报、季报、合同、托管协议等各方面的信息披露内容与格式准则，使基金业成为整个资产管理行业中最透明、最规范的主体，为行业的未来发展打下良好基础。

“当内部控制指导意见出来以后，行业实现了飞快的发展。监管如何跟上？现场检查的成本很高，非现场又该如何监管？于是我们开始建立数据报送机制，用数据发现公司有没有遵守基金合同。”曾经负责重组北京证券、有过分管IT技术的工作经历、时任基金部副主任的洪磊，对于通过系统和技术手段来提升监管效率有非常深的体会，“所以我们当时就推动两个工作，一个是运用XBRL（可扩展商业报告语言），形成覆盖基金运作全过程的数字化信息披露体系，实现了一次录入、永久使用；第二个就是监管内部怎么去处理的问题。”

2006年，中国证监会开始建设基金综合监管系统（FIRST），基金业非现场检查手段全面升级，充分的信息披露和强大的异常行为监测，为公平交易、规范运作、防范道德风险和市场风险奠定了良好基础。

2008年8月26日，证监会发布《证券投资基金信息披露XBRL标引规范》和《证券投资基金信息披露XBRL模板第1号〈季度报告〉》，标志着XBRL在基金行业信息披露中的应用取得了实质性进展。

2009年7月20日，中国证监会基金信息披露网站（http://fund.csrc.gov.cn）正式上线，这是自2008年初中国证监会启动基金信息披露XBRL工作以来，首次以网站平台方式对外展示XBRL应用成果。基金信息披露网站作为集中登载基金信息披露XBRL文档的专用网站，为广大投资者提供最新的基金净值日报、基金季度报告等公开披露基金信息。借助于XBRL的技术优势，投资者可以更加高效便捷地获取有用的、高质量的基金信息。

从起初规划到开始实施，短短两年时间，XBRL平台实现了行业的全覆盖。

当时基金公司和托管银行销售已经越来越复杂，信息披露也越来越复杂，当面临那么多的托管银行时，如果没有统一的格式去规范，动用大量人力，耗时耗力，差错率高而且效率很低，所以业界非常欢迎实现机器化、标准化。无论对基金公司，还是对托管银行的人力都是一种解放。虽然各方积极性很高，但作为行业里一项牵涉各方的系统性工程，仍然是千头万绪，只能循序渐进，以至围绕相关规则和系统的培训都非常频繁。

这个平台的原理与当下流行的“区块链”其实异曲同工，也是由基金公司、中登公司、托管银行等分头录入，分布式记账，且不可篡改，因为同样的数据会在多个地方备份，不能在单一节点篡改。这样不仅有利于监管，也能帮助行业进行数据备份。

在2011年的一次内部会议上，洪磊介绍，监管部门已经初步形成了以公开信息披露为核心的外部约束机制。监管部门的工作重点已经发生了很大转变，一个非常重要的标志是证监会电子化、数据化监管系统建设已经基本完成，可以通过非现场监管系统提高对基金管理公司检查的有效性和准确性，对基金公司的约束力越来越大。

基金注册登记与运作数据集中备份到中央数据交换平台，为行业数据安全高效流转和大数据监管奠定了基础，实现了账户分布式存储，提高了基金账户的安全性和不可篡改性，有效保护了投资者权益。

去考察一个公司的内控很难，但可以通过信息披露让它变得简单。因为在信息披露中，有两项内容非常重要：用什么样的管理制度和体制做到公平交易；怎样来决策每一只股票的交易。

通过建设XBRL平台，尽可能让基金管理公司合规运作，通过信息披露，让评价机构和公众来了解哪个公司好、哪个公司不好，促进基金行业良性发展。不是劣币驱逐良币，而是良币驱逐劣币。

这种信息披露规范化的思路也贯穿于2014年之后私募基金的监管工作当中。

私募基金登记备案以来，中国证券投资基金业协会信用信息管理平台不断迭代。2017年3月，在总结以往经验的基础上，资产管理业务综合报送平台（AMBERS）正式上线，形成了集机构、产品、人员、工作流程于一体的信息报送及流程管理平台，形成了信用记录、信用约束和信用发展的良性循环。

对于广大基金投资者而言，看似没有关联的业务，其实是息息相关的。正是这种系统化、平台化地将基金信息披露完整落实的过程，进一步夯实了行业透明化、规范化的基础，使基金真正传承了诞生伊始就具有的“普惠金融”的基因。

# 第七章 进二退一（2010—2012年）

不同的人看到不同的世界，有人认为它荒芜、枯燥和肤浅，有人觉得它丰富、有趣而充满意义。

——《叔本华的人生哲学》

21世纪走过了头十年，整个世界也从身处金融危机的惴惴不安中渐渐恢复，人们也不再小心翼翼地捂紧钱包。

从宏观数据上来看，2010年是个关键节点，当年的居民储蓄存款余额首次超过30万亿元。

但就在2010年之后，居民储蓄增速出现拐点，从16%的高点逐年下降，到2017年只有7.7%，7年下降了一半多。

与此相对应的是，财富管理的规模迅速膨胀。

2010年年末，公募基金资产管理规模仅2.5万亿元，私募基金资产管理规模则刚刚超过2000亿元。

5年后，基金业协会公布的资产管理最新规模显示，截至2015年6月底，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构等五大类机构资产管理业务总规模达到30.35万亿元。

一升一降，体现的是中国渐渐富裕起来的人群的辗转腾挪，原先还隐约其间的草蛇灰线，如今已成趋势。

如果要来描述这三年的市场情况，“结构性”是一个关键热词。表面看来，这三年基金市场平淡无奇，甚至略显低迷，但在看似波澜不惊的海面之下，是酝酿行业变局的暗流涌动。

新《基金法》修订接近尾声，放行股权激励、私募纳入监管等突破性条款逐渐达成共识；建设银行原党委书记郭树清接任任职9年之久的尚福林，担任第六届证监会主席，上任伊始很快亮出了他的改革思路：加强监管，放松管制，并在中国基金业协会成立大会上提出“需要一个强大财富管理行业”的远大设想；公募基金子公司业务开闸，因为资本市场不景气，一些生存困难的中小公司更愿意在非公募领域寻找生存空间；2010年创业板指数推出，证监会颁布融资融券业务试点工作的指导意见。

也是在这三年间，王亚伟等一批具有行业知名度的老人离开公募基金行业，基金公司不再依靠明星效应而开始寻找多元化发展模式；曾就职于嘉实基金的周晓明创业失败，经历了人生的低谷，调侃自己“宅了半年多，总得有份工作”，后来到天弘基金分管电商业务；80后基金经理任泽松加入中邮基金，他对当时刚刚流行的“切水果”、“愤怒的小鸟”等热门手游均有涉猎，喜欢新兴事物，但没经历过A股2007年的暴涨和2008年的暴跌。

这三年已经为若干年后的行业爆发悄然埋下了种子。

# 第一节 2010年 创新因子

## 创新是一张驶向未来的通行证

4万亿经济刺激计划之后几年，消费市场呈现出一派欣欣向荣的景象，人们丝毫不觉得金融危机才刚刚过去，甚至以为这一波海啸还未席卷中国就已经退潮。中国人的消费能力不断攀升，在国外有越来越多专门接待中国游客的商店，专门配备了中国导购，“欢迎使用银联”的标语贴在很多海外奢侈品柜台前。

与之相对的是，2010年之后的资本市场在经历了大涨大跌之后显得格外平静，甚至稍有些落寞。中国基金业开始在产品创新方面加大投入力度。

今天，当我们谈及创新的时候，每家基金公司多多少少都有一些心得。但是在2010年，产品创新确实是一条勇敢者的道路。这不仅是从0到1的突破，而且要在今后的漫长时光里反复接受考验。

2010年2月26日，虎年春节刚过，时任国泰基金总经理的金旭就在证监会拿到了国泰纳斯达克100指数基金的发行批文。一年前，她带领团队在大洋彼岸与纳斯达克OMX集团签署了指数独家许可协议，并敲响纳斯达克交易钟声。那时，发端于华尔街的金融危机尚未平息，有勇气将这一指数带回国内，并不容易。

国泰纳斯达克100指数基金是国内第一只投资于美国市场的被动指数QDII产品。国泰基金在当时打出的营销口号是“花1000元做苹果、微软、星巴克股东！”与8年后行业发行独角兽基金时“花1000元做阿里、

百度、京东股东”的口号异曲同工。当我们用今日的眼光评价苹果、星巴克、谷歌、百度时，不得不说开发纳指的决策极为前瞻也极为成功。

纳斯达克100指数投资标的所涵盖的100家全球顶尖科技上市公司，也成为日后拉动全球经济强劲复苏的生力军。然而出人意料也在情理之中的是，当时这只基金首发募集规模并不理想，仅5.56亿元。

虽然募集成绩一般，但该产品的发行标志着第二批QDII产品开始扬帆起航。此前受金融危机冲击，2006年、2007年成立的QDII基金多数出现严重的亏损，QDII基金分散投资风险的特点没有完全展现，甚至成为投资者不愿提及的痛楚。

2007年以来很少有基金公司冒险发行QDII基金，2009年甚至没有发行。暂时的失败并没有阻碍基金公司出海的决心。相较于第一批主要投资于亚太市场的QDII产品，基金公司在产品设计过程中，充分吸取了第一代QDII基金的经验教训，对投资方式和投资标的做出了很多改变，淡化并不擅长的主动选股能力，回归QDII产品投资本源，尽可能分散与国内A股的关联度。

除QDII基金开始显现多元化发行特点之外，现在各家基金公司热衷推出的各类主题型基金在2010年开始时兴。“大消费”、“新兴产业”、“医药”、“通胀”等各个细分行业基金产品与当时的市场热点契合，方便营销的同时，使基金经理的投资标的更聚焦，也将投资者的需求进一步细化。

从最直观的感受来看，2010年开始，中国基金业产品创新真正迈入2.0时代。在此之前，基金产品设计和起名千篇一律，基本以“行业精选”、“成长优选”、“价值回报”作为标识，还有“价值二号”等复制基金产品名称，主题型权益投资产品的出现极大地丰富了基金公司产品

线的选择余地，投资者也能更加精确地找到自己期望的投资方向与基金产品之间的契合点。

相较于过去对基金投资的雾里看花，主题型基金显得更明确、更直接，集中重仓单一行业的主题基金产品也基本都能位列各年度业绩排名榜单前列。

“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”，百年老字号同仁堂药店的这句经典古训，用来形容2018年上半年大热的医药基金发展历史并不为过。

2010年3月成立的汇添富医药保健A以及2011年1月诞生的易方达医疗保健，开启了主动投资医药股的主题基金时代。后续医药主题ETF、指数增强基金等类型逐渐丰富起来。截至2018年6月30日，市场上共有超过104只医药主题相关基金。

如果说2010年围绕产品投资方向的创新来自公募基金自下而上的救赎，那么2011年RQFII的放开，则是顶层设计自上而下的长远布局。

在QDII基金走出去的同时，通过RQFII将海外投资者请进来。中国基金业国际化道路在这一年迈出重要一步。

2010年年初，有海外留学背景的时任基金部副主任杨秋梅开始制定规划，不到两年时间，RQFII正式落地，成型的相关监管规范和她当初制定时差别并不大。

2011年8月17日，央视新闻频道晚间的《经济之声》播放时任国务院副总理李克强在香港出席国家“十二五”规划与两地经贸金融合作发展论坛时的讲话，他表示将允许以RQFII方式投资境内证券市场，起步金额为200亿元。

人民币国际化是当时全球金融市场关注的焦点，RQFII的放开意味着香港合格企业或个人可以用人民币直接投资国内市场。对RQFII放开股市投资，从侧面加速了人民币的国际化。

在此之前，国内金融从业者已经开始行动。2011年前后，在香港金融聚集地中环，因为华尔街金融危机而略显萧条的办公楼重新热闹起来，包括中国公募基金在内的多家内地资产管理机构正在寻找办公地点，委托猎头寻找本地金融人才，开出的薪资待遇令香港同行侧目，因为他们希望能够在最短的时间里设立香港子公司，搭起班子，抢占先机。

随后不久，根据中国证监会、中国人民银行及国家外汇管理局2011年12月16日发布的RQFII试点办法，12家内地基金管理公司及证券公司的香港子公司在2011年底正式获得中国证监会批准的RQFII资格。12月30日，国家外汇管理局向10家金融机构批出共计107亿元RQFII投资额度。

同一天，香港证监会向南方基金、汇添富基金、大成基金以及国泰君安四家内地金融机构在香港的子公司批出了首批4只RQFII产品。

这也意味着境外人民币投资境内证券市场的双边闸门正式打开了。

根据规定，试点初期不少于募集规模80%的资金投资于固定收益证券，包括各类债券及固定收益类基金，不超过募集规模20%的资金可投资于股票及股票类基金。照此估算，试点期间能投资股票及股票类基金的RQFII资金，最多为40亿元人民币。

40亿元对当时积弱已久的国内A股市场而言，只能提供有限的支持。但它的背后是坐拥大量人民币存款、具有无限想象空间的离岸金融中心香港。

据香港金融管理局统计，截至2011年第三季度末，香港人民币存款达6222亿元，而这一数据之外，可能有更多的资金通过其他地下通道汇入国内，参与估值更高的A股市场投资。RQFII的推出，不仅有助于深化内地与香港经贸金融等方面的合作，拓宽停留在香港的人民币投资渠道，更将有助于增强资本市场的流动性。

对中国基金行业而言，RQFII意义更加重要，它不仅帮助国内基金业进一步参与国际资产管理和海外业务拓展，更将提高公司整体竞争实力，朝着具有全球视野的中国资产管理者的目标迈进。

也是在这三年中，QFII机构数量在金融危机之后再度大幅增加，2010年新增QFII数量为13家，2011年新增29家，2012年新增72家。

2012年6月20日，中国证监会就《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理办法〉有关问题的规定》向社会公开征求意见。时任基金部主任王林对外透露，下一步证监会将继续加快QFII资格审批，积极与相关部门协商，提高QFII投资额度上限和增加开立资金账户便利，增加QFII运作便利，吸引更多境外长期资金进入。

值得一提的是，具有深厚海外工作背景、之后放弃美国国籍回国参与金融监管工作的汤晓东，于2010年10月正式以副巡视员的身份在基金部开展工作，汤晓东在任期间加快了基金业国际化步伐。

新人到来的同时，故人离去。

2011年11月7日，华安基金发布公告称，华安国际配置已于10月27日收到雷曼兄弟国际（欧洲）公司支付的和解款项及利息，合计逾4700万美元。公告同时表示，华安基金决定于华安国际配置基金第一个保本期到期日终止基金的基金合同，进入清算和财产分配环节。

在上海市高级人民法院的主持调解下，经过与雷曼欧洲的漫长谈判，华安基金终于与雷曼欧洲就基金赔偿工作达成和解协议，并签收了上海高院出具的民事调解书。

自此，因2008年金融危机导致境外投资顾问雷曼兄弟倒闭而进入封闭期3年的华安国际配置基金宣告平静谢幕。该基金也成为中国公募基金行业第一只真正意义上“清盘”的基金。

即便如此，作为行业第一只试水的QDII基金，华安国际配置基金的试点历程为之后中国公募基金投资走向海外提供了有价值的经验借鉴，对QDII制度的完善有着积极意义。同时，华安基金与雷曼兄弟诉讼案的最终成功和解，也为中国内地同行走向海外、应对国际金融风暴、处理金融危机提供了有益的经验借鉴。

## 属于场内交易工具的“王者荣耀”

临近2011年末，沪深交易所发布了《融资融券交易实施细则》（以下简称《细则》），此前颇受关注的融资融券业务由试点转为常规。同时，沪深交易所还分别调整融资融券标的证券的范围，将交易所ETF基金纳入其中，这一举措对提高国内叫好不叫座的ETF市场的流动性作用显著。

融资融券业务可以实现做空反向操作，在国外是机构对冲和控制系统性风险的常用手段和工具。

根据交易所发布的细则，能够达到融资融券标准的ETF必须满足三个条件：上市交易超过3个月，近3个月日均资产净值不低于20亿元，基金户数不低于4000户。当时，在国内几十只ETF基金中，符合

上述条件的ETF仅7只，分别是上证50ETF、上证180ETF、上证红利ETF、上证治理ETF、深100ETF、中小板ETF、深成指ETF。

ETF被纳入融资融券标的后，为市场交易者提供了多元化投资策略的新空间，使它们在交易策略上有更多选择，不论是做多还是做空，都为投资者提供了简便的替代工具。

截至2011年底，全球ETF产品超过4000只，总资产规模将近1.5万亿美元，但国内ETF体量仍然较小。对基金公司来说，ETF被纳入融资融券标的可以进一步激活入围的ETF交易量，相关基金的存量规模有望扩大，从而为基金公司发展场内新产品提供更广阔的思路。

《细则》公布第二周，沪深交易所运作中的37只ETF逆市实现26.559亿份的净申购，达到年内次高峰。显而易见，ETF净申购放量的重要原因就在于，ETF被纳入融资融券标的促进了投资者ETF投资需求的增加。

这一举措，直接影响到第二年ETF创新大潮序幕的拉开。

《细则》公布不久，筹备长达5年的沪深300跨市场ETF也即将破茧而出。当时来自路透社的报道称，沪深300ETF将开启中国资本市场在经纪业务、投资业务等领域的多方位变革。

2012年2月，证监会网站披露，正式受理华泰柏瑞沪深300ETF及其联接基金、嘉实沪深300ETF的申请，这标志着国内资本市场一个新的里程碑产品开闸进入倒计时。沪深300ETF的创新意义不仅在于跨市场的技术难度，更在于它将沪市、深市、股指期货三大核心市场进行了连接。

回顾历史，早在2010年沪深300指数股指期货开始上市时，众多机构投资者就一直希望能出现一只完全跟踪沪深300指数的对冲产品。在

华泰柏瑞和嘉实的两只基金出现之前，投资者通常采用上证180ETF和深100ETF的组合，或上证50ETF和深100ETF的组合来对沪深300指数进行拟合，而沪深300跨市场ETF产品出现之后，就完全可以采用该基金进行股指期货的套利。

作为首批沪深300ETF产品设计者，华泰柏瑞基金和嘉实基金均对该产品投入极大资源并寄予厚望。

据当时媒体的报道，嘉实基金的沪深300ETF筹备小组有上百人，贯穿各个部门。而华泰柏瑞基金凭借上证红利ETF运作经验，战胜多家大型基金管理公司，在2008年就获得了上海证券交易所对该指数产品ETF的研发授权。

两只跨市场ETF产品在设计上有明显差异，嘉实基金沪深300采用国际惯例，可使用全部一揽子股票换购沪深300ETF，而华泰柏瑞沪深300则实现了一、二级市场的"T+0"机制，将深市股票全部采用现金替代，使股指期货套利者不再需要测算各成分股以及各种ETF的配置比例，从而能轻松实现股指期货日内套利交易。

华泰柏瑞副总经理房伟力是参与多只国内ETF设计申报的管理者，自2003年至今，已在ETF设计和运作工作中磨砺了近十年。"华泰柏瑞上报的方案之所以采用一、二级市场的'T+0'模式，首先，是因为公司认为'T+0'符合中国投资者的投资习惯；最后，高效的交易功能对于ETF而言十分关键，公司不能舍弃；第三，该模式能充分发挥我国登记清算交收机制的优势和特点，各方接受程度高。"

3月26日下午，在经历三次全网测试，通过了两次证监会主席办公会议后，华泰柏瑞沪深300ETF及联接基金、嘉实基金沪深300ETF终于获得证监会批准。前者在上海证券交易所上市，后者登陆深圳证券交易所。

虽然当时基金发行市场并不景气，但两只跨市场ETF的上市受到了场内投资者的大力追捧，两只基金合计募资金额超过500亿元。

2012年上半年，跨市场沪深300ETF的推出不仅增强了ETF的整体产品线，更为重要的是为社保、险资等长期成熟资本的入市提供了相应的降低组合波动率风险的工具。当时的政策背景是，刚刚就任证监会主席的郭树清希望推动对蓝筹股的投资，引入包括外资、险资在内的长期资本入市，以解决股市的低迷及投资理念暂时性偏差等问题，跨市场沪深300ETF产品的问世为这一目标的实现提供了条件。

跨市场ETF成功推出后，跨境ETF也随之到来。在香港回归15周年之际，酝酿数年的跨境ETF终于瓜熟蒂落，首批产品聚焦香港市场。

华夏恒生ETF和易方达恒生中国企业ETF于2012年8月3日正式结束募集，合计规模达到52亿份。虽然募集规模不及市场关注度更高的沪深300ETF，但对中国基金业而言，跨境ETF体现出对外开放的趋势，是中国资本市场国际化的重要一步。

对华夏和易方达等基金管理人而言，跨境ETF的问世是开拓国际化业务的重要标志，可以为国内投资者提供全球资产配置的多样化选择。

对投资者而言，港股ETF实现了人民币资金直接投资香港市场的渠道，标志着通过正常途径投资港股成为可能，为内地投资者全球化资产配置提供了便捷通道。

## 利率市场化的脚步慢慢临近

如果说一系列创新ETF的推出，为完善市场交易品种做出了长远布局，那么2012年短期理财债券基金的问世，更像是一次昙花一现般的力挽狂澜。

一家基金公司回忆道："2012年前后是基金业发展比较困难的时期。经历2011年的股债双杀以后，当年各类基金业绩全线告负。与此同时，银行理财产品、信托等具有保本预期的固定收益类产品异军突起。截至2011年年末，当年公募基金行业总规模为2.6万亿元，而2011年信托行业总规模为4.8万亿元，银行理财产品发售规模达到15万亿元，基金业的发展明显滞后。"

实际上，过于保守和过于激进都是不理性的表现。然而，在资本市场持续低迷时期，理性显得不那么重要，人们渴望在牢牢守住本金的同时，给下一步投资计划一个喘息的机会。彼时，随意走进一家银行，都能看到客户经理身边总有一些咨询银行理财产品的投资者，刚性兑付低风险产品的旺盛需求将公募基金打得措手不及。与今天不同，在当时公募基金结构中，高风险偏股型基金占到绝大多数，低风险基金规模占比不足15%。但是，由于国内证券市场具有高波动特点，偏股型基金难以获得持续、稳健的投资收益，在市场不景气的情况下，投资者逐渐丧失对基金产品持续获利能力的信心。

基金行业亟待一款能真正满足低风险投资者需求的产品，吸引投资者重新回到基金行业。

基于对当时现状的分析，汇添富基金和华安基金在2012年相继推出理财型基金，这一熟悉又陌生的产品从两个层面解决了当时居民理财和基金业发展的痛点：对于居民来说，银行理财、信托的投资门槛太高，动辄5万元、10万元，乃至100万元，而理财基金1000元即可投资；对于基金业来说，首次推出市场需求旺盛的理财基金，填补了市场空白，准确把握了投资者心理，为当时低迷的新基金发行市场注入了活力。

从当时的市场环境来看，银监会正式叫停30天以内的理财产品，不景气的A股市场为短期理财型基金的热卖提供了大量的避险资金，较低的投资门槛、渠道营销的大力支持推动了这类产品的销售。

在汇添富和华安两家公司成功发行理财型基金之后，越来越多的基金公司开始布局这一产品线，并依靠这类产品进行管理规模的迅速扩张。

WIND（中国大陆一家金融数据和分析工具服务商）数据显示，自第一只短期理财基金问世，到首募总规模突破2000亿元，短期理财基金只用了不到半年时间。截至2012年12月31日，在7个多月的时间内，就发行了50余只短期理财型基金，还有不少正在排队。

但随着利率市场化的放开，短期理财基金只维持了短短几年的风光。

除了推出低风险理财型基金，公募基金也试图推出发起式基金以赢回投资者信任。2011年12月19日，就任证监会主席不久的郭树清在第十届中国公司治理论坛上提出探索公司型基金的设想，这也是他第一次在公开演讲中提及基金业。

此后，监管部门专门召集部分基金公司高管，探讨基金业适时推出发起式基金的问题。作为资本市场的重要中介服务机构，基金公司的公司治理、服务水平直接影响上千万基金持有人的福祉。如何将持有人和基金公司进行利益捆绑，在不损害持有人利益的前提下，激励管理人提供专业化的服务，发起式基金也许能提供这一问题的答案。

2012年6月24日，证监会向各基金管理公司正式下发《关于增设发起式基金审核通道有关问题的通知》《关于增设发起式基金审核通道有关问题的说明》两份文件，开始增设发起式基金审核通道，简化其审核程序，并予以优先审核，发起式基金呼之欲出。

按照要求，发起式基金作为一种新的基金结构形式，要求基金公司股东资金、公司固有资金、公司高级管理人员及基金经理等人员的资金认购基金超过1000万元人民币，且持有期限超过3年。同时，为鼓励基金公司主动与持有人绑定利益，发起式基金降低募集成立的门槛：募集规模不少于5000万元、募集人数不少于200人，即可办理发起式基金合同生效备案程序，相当于国外流行的公司型基金的简单版本。

事实上，发起式基金的运作与其他基金相同，并没有特别之处可以保证发起式基金业绩好于同类型的其他基金，基金经理的管理能力并不会因为其管理发起式基金而变强。在2012年市场偏弱的时候，基金公司发行发起式基金更多的是被看作给投资者增加一些信心的积极之举，对于丰富投资者资产配置选择并无实质性意义。

8月11日，基金业首只发起式基金天弘债券型发起式基金正式成立，募集资金33.5亿元，这给当时低迷的新基金发行增添了一抹亮色。公告还显示，天弘基金运用公司固有资金1000万元作为天弘债券型发起式基金的发起资金，并承诺持有3年，实现了公司利益与投资者利益的捆绑。

2012年，利率市场化的脚步渐行渐近，货币基金迎来大发展元年。基金公司官网电商端推出“T+0”功能后，场内“T+0”货币基金也在年末问世。

年末，汇添富收益快线货币市场基金、华宝添益场内交易货币市场基金相继获得批准，两只基金均成功地将货币基金引入场内市场，并通过上市交易使货币基金获得卓越的流动性，避免了资金在银行渠道、场内系统之间烦琐转换之累，以交易机制的创新实现了场内资金的“T+0”申赎，成为当时证券市场中交易最便捷、流动性最高的现金替代工具。

“中国利率市场化的脚步已经启动，同时，2011年央行实行一定的紧缩政策，曾连续上调存款准备金率并加息，这进一步推动市场利率上行，这样的环境为货币基金的发展提供了得天独厚的舞台，货币基金成为广大老百姓竞相追逐的投资标的。”现任华宝基金总经理黄小薏认为华宝添益诞生的“天时”非常重要。

## 基金销售格局酝酿突破

新发基金加速发行的同时，行业也在积极寻求销售服务模式上的突破。

时任证监会基金监管五处处长的林海中，负责基金销售管理工作。他直言，在2006年到2008年市场大起大落的过程中，个别基金公司或代销机构不正规，甚至带有误导性质的基金营销内容层出不穷，重新修订《证券投资基金销售管理办法》（以下简称《销售管理办法》）势在必行。

“我们在2008年就开始基金销售管理办法的修订工作。”林海中坦言修订《销售管理办法》比预期花的时间更长，“除了需要规范和引导正确的基金销售行为，管理办法的另一初衷是希望将更多民间基金销售服务机构，包括评级评价、第三方支付等纳入其中。”

早前配合2004年版《基金法》推出的《销售管理办法》显然无法跟上技术迭代的节奏。随着PC端互联网支付业务的快速发展，2006年开始，包括汇付天下、东方财富以及好买基金在内的由民间资本构成的互联网属性的金融企业，对基金销售业务跃跃欲试。

2010年11月1日，证监会发布了《证券投资基金销售管理办法（修订稿）》［以下简称《销售管理办法（修订稿）》］公开征求意见。

在外界看来，这一公开征求稿试图进一步推动基金业拓宽销售渠道，调整专业销售机构的准入门槛，鼓励专业销售人员设立基金销售机构，为专业销售机构构建合理盈利模式创造条件，推动第三方销售机构的发展，让更多的机构进入基金销售市场。

《销售管理办法（修订稿）》的发布，与当时担任基金部主任的吴清在上任伊始起草并提交的《关于当前基金监管几项重点工作思路的建议》中，涉及的监管内容保持一致，包括：推动网上交易和资金清算平台建设，通过竞争降低银行支付费率；规范中间账户使用和资金划转流程，保障资金安全，为发展独立销售机构创造条件等。

根据证券业协会的统计，2010年，在开放式基金销售总额中，直销渠道占比31%，券商渠道占比9%，银行渠道占比60%。其中直销以基金直销中心和网上直销为主，代销则是通过银行、证券公司和仅有的一家第三方专业基金销售公司进行认（申）购。

天相投资顾问公司（以下简称天相投顾）就是仅有的一家第三方专业基金销售公司。

早在2004年，天相投顾的开放式基金代销业务资格便获得了中国证监会核准。不过证监会批复的是：核准天相投顾开办开放式基金代销业务资格，但公司在办理业务过程中不得收取、划转投资人的认购、申购和赎回资金。

上述批复意味着，天相投顾开展基金代销业务必须和有清算资格的银行合作。天相投顾销售基金的模式仅限于介绍客户给基金公司。这固然避开了清算业务，但后果是几乎无法拓展业务。

“券商是第三方存管系统，基金公司是直销系统：这些都是银行清算系统现有的模式。我们要和银行合作，就必须是代销系统，这个新模式意味着银行的业务规则、IT系统要全部进行改造，这对银行来说

意味着风险。”天相投顾董事长林义相解释天相投顾的清算系统迟迟未能建起的原因。

从2004年拿到牌照至2008年，天相投顾在4年中实现销售规模仅为30亿元到40亿元，在整个基金销售规模中几乎可以忽略不计。

可见，商业银行，尤其是四大行代销在基金销售中占据绝对主导地位。然而高度依赖外部渠道总是有风险的，在这期间，基金公司不是没有尝试过建立自己的渠道。华夏、嘉实、易方达等起步较早的基金公司也曾经在线下密集布局网点，企图建立起自己的核心渠道，但是种种客观因素决定了它们最终也没能扭转四大商业银行处于基金销售核心地位的事实。考虑到中国基金业当时的发展阶段和银行在金融机构中起到的权威信用背书作用，商业银行作为开放式基金主代销渠道的地位短期内不可撼动。

除了中国开放式基金起步较晚等历史原因外，注册资金等准入条件过高和缺少盈利模式也是专业销售机构发展缓慢的主要原因。

为此，11月1日发布的《销售管理办法（修订稿）》放宽了专业销售机构的准入条件，同时新设了增值服务费，在增加第三方销售机构的盈利模式的同时，鼓励销售机构提高对基金投资人的服务质量。

“我们统计过，从2001年9月11日首只开放基金发行以来，截至2010年6月底，整个公募基金的认购、申购金额大约是5.6万亿元，赎回金额大约是4万亿元，打造了一个数百亿人民币的认购、申购及赎回资金的市场，如此巨大的市场一旦开放必将引来一番群雄逐鹿。”好买基金创始人杨文斌在当时畅想道。

在这之前的2010年4月，汇付天下在中国证监会完成备案，成为首家获准开展网上基金销售支付结算服务的机构。

现在复盘当时的情况，会发现这是一个很重要的窗口期，彼时第三方支付牌照还没有正式下发，支付宝、财付通等巨头获准开展该项业务也都是之后的事情。

在《销售管理办法（修订稿）》公开征集意见后不久的11月30日，注册地在上海漕河泾开发区的汇付天下有限公司，与徐汇区政府在上海市富豪环球东亚酒店联合主办支付产业发展与金融渠道创新高峰论坛，论坛上正式发布了为基金网上销售提供支付服务的“天天盈”产品，并宣布接入华夏基金等11家基金公司，支持上百只基金产品的申购，开创了第三方支付机构参与基金销售业务的先河。

汇付天下创始人周晔在当时表示，对基金公司来讲，汇付天下主要就是把支付工具和通道嵌入基金公司的直销平台。除了提供更低的交易成本之外，努力把最后投资人的客户体验做好，“我们也率先把整个费用降到以前标准的四折”。

四折的费率也成为后来第三方基金销售机构的标配费率。令人印象深刻的是，在风险控制方面，“天天盈”系统引入中国民生银行作为监督银行，实施全程资金监管，还提供基金交易所必需的实名认证环节的服务等。

民生银行在基金第三方支付系统上发力较早，该行电子银行部总裁任海龙在当时接受媒体采访时表示，过去四年，民生银行按照证监会和央行对第三方支付机构参与基金支付的要求，从投资者身份认证、资金安全、反洗钱、账户监管等方面出发，建立了民生基金销售监管平台，制定了相关业务管理办法，从内控到系统，全方位地履行对投资者交易资金的安全监管职责。

基金第三方支付系统的提前布局，也让民生银行等中小银行在之后受益良多。未来规模达到上万亿的天弘余额宝基金，托管银行就选

择了中信银行，该行托管规模也后来居上，一跃成为规模最大的托管银行。

汇付天下之后，通联支付也在10月获得网上基金销售和支付结算服务的资格，并在随后成为第二家支持基金网上交易的第三方支付机构。

上述两家第三方支付机构虽然最快实现了参与基金销售业务，但因为流量有限，发展规模不尽如人意，可见技术和流量是第三方支付机构发展的必备要素，缺一不可。

11月11日，拥有巨大流量的第二届淘宝“双11”购物节实现销售收入9.36亿元，几乎是前一年收入的20倍，但在当时，并没有多少基金从业人员看到其中的商机，未来几年发展最迅猛的网上基金销售机构此时仍潜于水面之下，等待掘金者的发现。

## 颁发第三方销售牌照

半年之后（即6月9日），证监会正式颁布新的《证券投资基金销售管理办法》，并于2011年10月1日起施行。

修订后的《销售管理办法》有两大亮点：第一，将独立基金销售机构关于注册资金的准入条件由500万元调整为2000万元；第二，将具有基金从业资格人员最低数量从30人放宽至10人。

同时，《销售管理办法》增加了基金销售“增值服务费”内容，鼓励销售机构按照质价相符的原则，提高对基金投资人的服务质量；同时规定了增值服务应遵循的原则和收取的方式，并明确了投资人自主选择的权利。

另外，《销售管理办法》还调整了专业基金销售机构的准入资格，降低“非专业”条件，提高“专业”条件，将组织形式放宽为“有限责任公司、合伙企业或者符合中国证监会规定的其他形式”；将出资人放宽为具有基金、证券或其他金融相关从业经历的专业个人投资人。

上述规定为第三方渠道力量进入基金销售领域，破解当时基金销售中银行一家独大、基金销售不专业、以短期利益为导向的难题提供了政策背书。

颇受关注的是，证监会于《销售管理办法》实施的同时，第一时间正式接受第三方基金销售牌照的申报。“我们兑现了当时对潜在第三方基金销售机构的承诺。”时至今日，林海中仍对当时监管机构对第三方基金销售机构开展业务控供的支持记忆犹新，“我们不认为开放第三方基金销售机构牌照会对基金销售格局产生影响，但会在销售行为上有积极促进作用。”

此后不久，投资咨询机构、第三方财富管理公司、基金公司、门户网站、基金公司高管等各方力量纷纷参与进来，预示着第三方销售大幕正式拉开。

镜头切换到第三方基金销售机构一边。

“2011年6月开始，我们筹备组所有的成员一边焦急地等待证监会公布新的申报资料清单和格式，一边按照之前的申报标准准备材料，撰写修改商业计划书、规章制度及流程制度等，联系基金公司、监管银行、中登公司等开展系统测试，沟通监管银行签署监管协议。”天天基金网基金销售资格申请筹备组成员冯鹏飞回忆起申请牌照过程中的点滴，仍然历历在目，“那段时间，每天早上来到公司第一件事，就是打开电脑浏览证监会网站，看看最新的公告，浏览证监会网站已经成了我们工作不可缺少的一部分。除了关注证监会网站，我们经常去百度搜索有关基金销售的最新新闻报道，看看有没有政策及同业的进

展，每当看到有最新的不一样的进展报道，总是很开心，并第一时间传递给每一位筹备组成员。”

作为配套措施，在《销售管理办法》实施后不久的10月14日，证监会出台了基金销售办法实施细则，以规范第三方牌照申报。细则要求所有基金销售资格申请和信息备案都需要在网上以电子化方式申请报送，以保证审核与监管工作更为透明。

这一细则的公布，对积极争取第一批基金销售牌照的互联网机构而言，实际意义更大。基金销售业务资格核准流程及申报材料清单公布后，各家第三方销售机构都连夜召开紧急会议，逐条解读。当时各家机构第一紧急事务是获取网上申报账号和密码——它们需要将机构代码证、中登测试报告、监管协议传真给证监会以获取申报账户和密码。“这些材料之前都已经准备，开完会后第一时间就将上述材料传真过去，并和证监会进行了联系，等拿到申报账号，我一看尾号是003，当时就想，竟然有人比我们速度还快，我们这速度都排到第三个了？”冯鹏飞惊讶于当时各家机构争相申报的激烈程度。

“如何能高效撰写一份准确齐全、逻辑清晰、合法合规的申报材料是我们当时最紧迫的任务。逐字逐句、反复斟酌确认是标配，通宵熬夜是常态。记得最紧张的一次，第二天早上领导将去会里提交书面申请材料，深夜12点多，我们对申报材料作最后一次核对，在看到公司制度一节时，我总觉得有不对的地方，反复看了3遍，看到‘董事会’三个字，突然反应过来，我们没有设董事会，仅设了执行董事，向公司领导汇报后，我们最终决定改材料、不改公司章程。筹备组的所有人迅速开始分工修改涉及董事会的条款，重新上传到证监会申报系统，形成带水印的申报文件，连夜赶往荣大快印店重新制作书面材料。凌晨4点左右，才准备齐全一份新的申报材料。”冯鹏飞对通宵修改申报材料的经历印象深刻，但对天天基金等第三方销售机构而言，更大的挑战在于交易系统测试。

2011年11月，证监会陆续对诺亚财富、数米基金、好买基金、天天基金等首批申报资格的机构进行现场交易系统测试。证监会现场听取了各家机构筹备组关于商业模式、系统硬件、人员配置、规章制度的汇报，现场查验了办公场地、交易系统、机房设备、通信网络、消防设备、灾备、人员档案、申请材料原始文档，问询了签字律师、注册会计师、公司核心部门管理人员等。现场检查人员最关注的是系统，仅系统展示就花了少则一天、多则几天的时间，涉及各类交易模拟发起、盘后数据清算、资金清算，异常问题处理、反洗钱等各个方面。

万事俱备，只欠东风。时任中国证监会基金部副主任洪磊在参加12月23日举行的第三方基金销售峰会上透露，证监会已完成基金销售机构注册平台的建设工作。截至12月22日，已经有25家机构获得了注册平台的填报密码。

回顾第三方销售机构的破冰历程，洪磊坦言，基金销售自2004年以来，经过7年探索，确实步履维艰："原来的销售更多的是推销，目标是维护股东的利益，完成自己的任务，而没有在意投资人的利益。这背后有体制机制的深刻原因，而这次《销售管理办法》最大的突破就是体制的突破，让专业人士能够发起设立机构，而不必受制于股东考核的压力。这就为第三方基金销售机构从投资者出发、为投资者服务奠定了基础。"

从长远看，基金第三方销售启航能否成功，需要基金销售流程再造，需要投资者改变投资行为习惯，尤其需要第三方机构自身整体销售服务水平的提高，更需要漫长的观念普及过程。林海中把这些跃跃欲试的第三方基金销售机构在基金销售中扮演的角色比喻成"鲇鱼"，"这也是这批第三方基金销售机构在当时所承担的历史使命"。

## 小资料

“鲇鱼效应”即采取一种手段或措施，刺激一些企业活跃起来，投入到市场中积极参与竞争，从而激活市场中的相关行业、企业。其实质是一种负激励，是激活员工队伍或行业竞争之奥秘。

2月22日，证监会公布首批第三方基金销售牌照名单，好买、众禄、诺亚、东方财富网四家机构同批获得。受此刺激，在创业板上市的东方财富当天股价涨停，在未来几年，东方财富网主要利润来源均由旗下天天基金网的基金销售收入构成。首批四家第三方基金销售机构各有千秋，最终还需在销售市场上见真章。

从汇丰晋信离职创业，到获得首批第三方基金销售牌照，好买基金CEO杨文斌和他的创业团队等待了5年。在此之前，好买基金更多依靠服务阳光私募的团队创造利润，这样的结构已经持续了3年，即便如此，管理部门仍将公募作为未来专注的领域。

公募产品有附加值，客户面更广。因为产品数量太多，客户很难自己做调研获得第一手信息，独立机构在这方面体现出的服务价值将带来长期的用户黏性。在杨文斌看来，公募第三方销售牌照是公司未来做大做强的契机。

相对于好买基金，同时获批的众禄投顾认为独立基金销售机构前景光明，但道路注定是曲折的。未来成功的关键就在于如何扬长避短：“扬长”一是要充分激发基金投资者对专业服务的需求，以服务带动销售，二是要建立有特色的基金超市，建立一站式、有附加值、费率低的交易通道；“避短”就是要避免与其他渠道拼网点，逐渐取得投资者对独立基金销售机构这个新事物的信任等。

时光穿梭到7年之后的今天，除去现象级的余额宝货币基金，独立基金销售机构仍然仅是现有基金销售渠道的有益补充，之前以及短期可见的未来，它们都无法撼动银行作为基金主代销渠道的地位和影响力，更多的是扮演了“鲇鱼”的角色，降低了申购基金费率的同时，提

升了包括基金申赎的系统体验、资讯内容等附加服务和价值。从长远的角度来看，银行、券商以及第三方销售机构唯有一起将基金销售服务做大做强，才能实现渠道之间共赢，实现中国基金业与投资者共赢。

## 重新定义货币市场基金

在第三方基金销售逐渐被规范和松绑的过程中，基金公司电子商务平台也在寻求创新突破。其中尤以汇添富基金步子迈得最大。

公司现任董事长李文回忆，汇添富对电商业务的布局最早可以追溯到2008年。那一年，在线购物网站的崛起迅速改变了消费者的购物习惯。“我们判断，在理财领域，投资者购买基金的方式也必将逐渐向线上迁移，便捷、安全、直达客户的投资理财在线服务将是未来的发展方向。”

而时任汇添富总经理林利军感慨道：“当时看到这一方向的人肯定不只我们一家，但是汇添富坚持以客户体验为导向，之后几年，我们坚持投入大量的资源，持续打造电商业务。”

也是在这一年的年度战略会上，汇添富将电商业务确定为战略性重点业务并开始推行。公司于2009年7月推出了业内第一个基金电子账户“现金宝”，并将货币基金作为“账户”的底层资产。2011年，汇添富又与中信银行联合推出了“货币基金关联信用卡项目”，首次实现了货币基金的支付功能。

2012年10月，汇添富又在业内首次推出货币基金“T+0”业务，该项业务不仅首次实现货币基金赎回实时到账，且打破此前基金赎回时

间的限制，投资者在周一至周日的任何一个自然日的7点至22点，均可进行货币基金赎回，并即时取现。

在此之前，货币型基金原本只是一种现金管理型产品，但是对于对流动性要求较高的客户而言，“T+2”日的资金到账时间仍显得不够高效。

随后不久，国泰基金、南方基金等公司也相继宣布在直销平台上实现“T+0”功能。

这一创新也符合汇添富一直以来追求的目标，即林利军所说的：“我们希望把用户体验做到极致”。

货币市场基金“T+0”赎回机制出炉的重大意义在于两个方面：一方面实现了货币基金支付功能，走出金融场景化里程碑式的重要一步；另一方面，“T+0”网上赎回功能将货币基金即时赎回、即时到账的资金用于信用卡还款、支付消费账单等，实现了货币基金和投资者的日常消费生活紧密相关，基金的作用不再停留于账面上的涨跌。

而在此时，经历两次创业失败、刚刚就任天弘基金首席市场官的周晓明正在从北京飞往杭州的飞机上，他准备向阿里小微金服集团国内事业群总裁樊治铭汇报基于货币基金升级模式的余额宝雏形，货币基金更大的变革即将到来。

## 基金评价“正规军”

在经历2009年的大幅反弹后，由于股票供求关系的巨大变化以及高通胀、低增长的宏观经济环境，2010年至2012年，A股市场整体缺

乏系统性投资机会，基金管理人在努力把握市场阿尔法收益的同时，也遭遇“黑天鹅”的质疑。

2010年，A股行情犹如过山车，上证指数上半年下跌超过27%，在市场还不完全成熟的当时，基金和基金管理公司获批数量也会影响到投资者情绪。

7月7日下午，各大媒体获得消息，西部证券和纽银梅隆的合资基金公司正式获得证监会的核准，预计7月8日会收到正式批文，这一现在看来司空见惯的新闻，居然让市场尾盘出现强势上涨信号。

在当时的市场看来，这不仅是行业内第61家基金管理公司，也是2008年10月民生加银基金管理公司获准成立22个月以来，证监会批准的第一家基金管理公司。考虑到过去3个月上证指数下跌超过20%，此举被认为是监管机构对资本市场释放的积极信号。

除了批准新公司成立，当年开放式基金发行数量也超过往年，得益于多通道产品申报新规，全年成立152只新基金，总募集规模4000亿元，行业加速扩容。

受基金业扩容带来资金供给的影响，下半年上证指数一度逆转上涨33%，虽然全年仍然下跌14.31%，但全行业偏股型基金经受住了市场考验，整体取得正收益。

随着各类型基金产品数量的激增，如何规范基金排名和评价乱象，成为监管机构亟待规范的问题。

“只要有一张Excel表，就能搞排名，做评价。”《证券投资基金评价业务管理暂行办法》颁布之前，基金短期排名受投资者热捧，为了迎合投资者的偏好，日净值、周净值、月净值等短期数据被很多机构青睐，用来营销基金。

“其实最早对于评级评价乱象的监管需求来自基金公司。”作为证监会基金销售业务监管的负责人，林海中在当时和基金公司的沟通中了解到，外界对短期基金企业绩排名的关注，不仅误导了基金投资者，也严重影响了基金公司内部考核机制和基金经理的市场行为，规范和监管势在必行。

2009年11月，证监会正式发布了《证券投资基金评价业务管理暂行办法》，针对基金评价机构和评价人员、基金评价业务、基金评价结果的引用等制定了32条暂行办法，并从2010年的1月1日开始执行。

监管部门推动《证券投资基金评价业务管理暂行办法》出台的另一层深意，是为未来的养老金投资入市做好准备。

2010年1月11日，根据中国证监会《证券投资基金评价业务管理暂行办法》，证券业协会又颁布了《证券投资基金评价业务自律管理规则（试行）》，明确了基金评级评价机构入会和备案的程序、自律管理要求、信息披露标准等。同时，证券业协会发布了《基金评价业务申请材料的内容与格式》，开始受理相关机构成为正规基金评级评价机构的申请。

其间，证券业协会共受理了26家机构的申请材料。其中，申请开展基金评价业务的机构有21家，申请开展评奖业务的媒体有5家。证券业协会在初审中排除了明显不符合规定的个别机构，最终确定了23家申请机构提交专家评估。

到了3月15日，《基金评价业务专家评估工作组工作规则》由中国证券业协会对外发布，该文件明确了专家组的人员构成、工作机制和评估流程。证券业协会聘任了25位基金评价业务专家组成评估工作组，并于3月16日至18日组织召开了第一次基金评价业务评估会议，对申请机构进行了评估，设定了两级评估指标体系，要求专家根据相关评估指标进行打分。

专家评估工作组成员包括证监会和证券业协会的工作人员，中央国债登记结算公司、中登公司的相关人员以及学术界的相关人员。为避嫌，证监会相关人员只参与评审，不参与最终打分。

5月17日，中国证券业协会公布了第一批具备协会会员资格的10家证券投资基金评价机构名单。

这其中，证券投资咨询机构及独立基金评价机构3家，分别是晨星资讯（深圳）有限公司、天相投资顾问有限公司、北京济安金信科技有限公司；证券公司4家，分别是中国银河证券股份有限公司、海通证券股份有限公司、招商证券股份有限公司和上海证券有限责任公司；评奖媒体3家，分别是中国证券报社、上海证券报社和深圳证券时报社有限公司。

与早前公布的申报评选机构数量相比，最终入围的机构数量不及一半，也显示出证券业协会对基金评级评价机构的要求之严格。上述10家证券投资基金评级评价机构沿用至今，后续也没再增加更多的评级评价机构。

当时在名单公布后，为了秉持公平、公开和透明的原则，具有基金评价资格的机构也被要求进一步履行信息披露义务，将公司基本信息、基金评价人员信息、基金评价方法、程序和发布方式等，通过机构网站以及至少一家中国证监会指定的信息披露媒体向社会公开。

“正规军”的出炉只是第一步，更艰难的工作在于对评级评价乱象进行后续监管。“客观来讲，从证券业协会的角度，我们并不能以行政要求阻止第三方机构对基金进行排名或评奖。”时任中国证券业协会基金会员部主任郑富仕认为，协会可以更多地从基金公司对评级评价数据的使用上进行规范，禁止在相关营销材料上使用10家正规评级评价机构以外的第三方数据。

基于此，当时各大基金管理公司、基金代销机构在第一批基金评价机构名单公布之日起一个月以内，陆续撤换了公司网站已经公开引用的名单之外的机构所发布的基金评价结果，并停止印发含有名单之外的机构评价结果的宣传材料，从客户端的管理上杜绝了排名乱象的蔓延。

## 小资料

中国证券报金牛基金奖、上海证券报金基金奖、证券时报明星基金奖是被监管机构认可的三大基金奖项。2010年，三大奖项同时获得首批基金评奖业务资格，成为国内最权威的基金评价媒体。三大基金评选凭借着对公正、公平、公开、公信力原则的严格执行，以及对基金发展规律的尊重，得到了基金行业和基金监管部门的广泛认可，尤其是“金牛基金奖”成为中国资本市场最具公信力的权威奖项之一，享有“中国基金业奥斯卡奖”的美誉。

自此，基金评级、评奖进入正式轨道，不再是以前混乱的局面，基金评价也将更加权威，引导“基民”更好地选择基金，这对整个行业的正规发展影响深远。

## 第二节 2011—2012年 考验不断

### 阳光私募的“艳阳天”

当时，同样需要规范的还有快速扩张的私募基金行业。

据统计，2010年全年私募基金发行达到790只，发行数量是同期公募基金的两倍，发行规模达到348.33亿元。发行阳光私募信托产品的投资顾问机构达到482家。在证券投资类信托产品中，结构化产品占总发行产品数的42.3%，非结构化产品占总发行产品数的57.7%。

同年，部分信托产品开始出现清盘，也有部分阳光私募公司受到监管部门的调查，这与当时的市场环境缺乏赚钱效应，部分机构铤而走险不无关系。因此，对私募行业的持续评价和跟踪较之公募基金显得尤为重要。

尽管发展遭遇市场瓶颈，年轻的阳光私募依旧展现了极强的向上生长能力，在规模的不断壮大中变革出新的元素，包括阳光私募基金组织形式、基金投资方向等各方面的创新。

有实力的阳光私募在新产品的营销上，通过发行主题基金、行业基金、定向增发基金等创新产品吸引投资者；产品类型上也开始多元化，包括宏观策略、期货以及采取数量化投资工具的市场中性策略基金；在公司组织形式上，通过公司制、有限合伙制进行创新和实现可持续性发展。变革创新是私募在弱市环境中找寻新增长点的唯一方式。

2012年8月31日，中登公司在官网上低调发布《关于信托产品开户与结算有关问题的通知》，标志着信托产品开立股票账户暂停三年后重新开放。

信托证券账户的重新开放，大幅降低了阳光私募的成本。私募基金发行信托产品的门槛降低，可以使阳光私募在市场上更公平地参与优胜劣汰，同时，新开账户也可以使得市场上的一些新的举措被更好地运用到实际中来。

东方港湾总经理但斌在当时接受媒体采访时评价说："近些年股市行情低迷，私募在熊市中生存艰难，未来信托费用大大降低将减轻很多私募机构的负担，私募和其他资产管理机构站在一个起跑线上，这体现了市场公平竞争的原则。"

此前三年，信托开户暂停期间，发起一个单一信托至少要1亿的资产规模，如果要加入其他资产类别做一个TOT，则需要客户至少有3亿元到5亿元的资产总规模（由于信托账户费用的存在），而且信托费用也要在1.5%~2%之间。取消开户限制后，按照1亿的资产规模算，可取消的信托账户费平均成本为150万元到200万元。

由此推算，信托放开股票开户后，每年可以提高私募管理账户0.8%~1.3%的业绩。

除了账户放开，私募对于股指期货的参与也敞开了大门。

2012年2月3日，中国金融期货交易所发布《中国金融期货交易所套期保值与套利交易管理办法》，开始接受机构投资者及成熟个人投资者的套利交易编码申请。该办法明确规定，套利包括期现套利、跨期套利和跨品种套利等。这是自2010年4月股指期货上市以来，中国金融期货交易所推出的一项重大改革创新举措。套利编码的推出，为私募基金发行信托产品、参与对冲操作打开了一条通道。

除政策支持外，监管机构也开始正视和警惕行业爆发式发展带来的风险，“鱼龙混杂”是尚处于监管边缘的中国阳光私募基金行业的常态，国外成熟市场亦不例外。

某种意义上，介于信托和基金之间的阳光私募在法律上是个没名没分的孩子。随着行业规模不断扩大，包括私募证券投资基金、PE基金在内的非公开募集基金已成为财富管理的重要工具之一。

但由于处于监管边缘，部分阳光私募急功近利，铤而走险，追求破坏市场公平性的短期投资回报。因为私募的阳光化更多是通过信托来实现，如果能真正给予其“合法”的身份，从信息披露、证券报备等多渠道加强对私募的监管，将有利于树立行业公信力，使行业能更规范健康地发展。

当时，私募基金被纳入正在修订的《基金法》日渐明朗。在私募从业者看来，行业即将走向正规，曾经的畏惧不再，心境中甚至有一种匹马行军的壮阔。

## 子公司接棒专户

在这三年间，私募基金不断向正规化发展，而公募基金非公募业务在实现规模化跨越的同时，也积聚了不少风险。

2011年8月5日，《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（以下简称《试点办法》）公布，并从2011年10月1日起施行。这次新颁布的《试点办法》整合了此前的相关专户管理制度。其中一大变化是，降低了专户理财业务资格准入门槛，所有规范经营、配备专门业务人员、制度健全的基金公司均可申请专户理财业务资格。新《试点办法》及配套准则于10月1日起施行。

以前的《试点办法》对于基金公司开展专户理财业务有一定的限制，如要求基金公司管理证券投资基金在2年以上、公司净资产不低于2亿元人民币、管理资产规模不低于200亿元人民币等。

新《试点办法》取消了这些限制，不仅向中小型基金管理公司开放，同时允许新设立及已设立但尚未取得专户业务资格的基金公司申请专户理财业务资格。

新《试点办法》还扩大了专户产品投资范围，允许投资商品期货；适度降低单只专户产品的初始规模限制，将客户的初始规模限制由原来的5000万元降为现在的3000万元。

在新《试点办法》的政策鼓励下，包括华富基金、农银汇理、申万菱信、纽银梅隆、大摩华鑫、财通基金、长安基金等在内的12家中小型基金管理公司于12月陆续获得专户牌照。自此，基金业步入“全员专户”时代。

上述部分基金公司，也通过专户业务在未来几年实现资产管理规模的弯道超车，“超车”速度之快，史上罕见。

在后来几年，随着专户业务投资范围放宽，部分中小基金公司通过发力定增或银行资金池通道业务，使非公募管理规模突飞猛进。

2012年9月26日，中国证监会发布中国证券监督管理委员会令（第83号），公布了修订通过的《试点办法》，自2012年11月1日起施行。同日，中国证监会就草拟的《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》向社会各界公开征求意见，该暂行规定共四章，主要包括子公司的界定、子公司的设立、子公司的治理与运营、日常监管和法律责任等方面的内容。

2012年10月31日，中国证监会召开新闻通气会，正式发布修订后的《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，自2012年11月1日起施行。

自此，基金公司可以通过子公司设立专项资产管理计划，投资证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利。基金公司旗下的资产管理计划投资领域得以拓展。一场“放松管制、鼓励创新、做有特色的基金公司”的行业创新大幕就此开启。

但这一看起来很美的创新大戏，并未完全按照监管部门既定的稳健发展的剧本演绎。

## 参与上市公司治理意识的觉醒

也是在2012年，我们欣喜地看到公募基金开始主动参与上市公司治理。

2012年3月，鹏华基金与耶鲁基金联合向格力电器的董事会提名了一位董事候选人，该候选人最终在股东大会上高票当选。这是A股有史以来首次由公募基金参与推选上市公司董事，也是公募基金在改善上市公司治理结构中所做的一次积极的尝试。

现任鹏华基金副总裁高阳撰文回忆道：“2012年3月底的一天，鹏华基金时任家电研究员谢书英接到耶鲁大学基金会同行的一个电话，邀请鹏华基金与其联合，共同提名一位外部董事。”

按照《公司法》规定，单独或合计持有公司3%以上股份的股东有资格提名董事。当时，根据公开资料，耶鲁大学基金会持有格力电器占格力电器总股本比例1.76%，鹏华旗下鹏华价值优势、鹏华动力增

长两只基金合计持有格力电器占格力电器总股本比例1.6%，两家持股占比超过3%，有条件联合提名董事。

当时，市场上传出格力电器原董事长朱江洪将退休的消息。作为格力电器的创始人，朱江洪也是公司的灵魂人物之一。保险公司、公募基金、QFII、券商集合理财等机构投资者合计持有格力电器的股份超过30%，对于公司管理部门的人事变动自然格外关注。

谢书英第一时间向公司汇报了这个动态，在与公司监察稽核部、外部律师反复沟通后，明确了推举董事完全符合法律法规以及基金合同、基金契约。鹏华基金投研团队很快达成一致，认为应该积极参与。

带着全体持仓基金经理的授权委托书，谢书英去了珠海，参加格力电器股东大会，进行现场投票。从后来股东大会的投票结果看，鹏华基金提名的冯继勇得票率为113.66%，仅次于董明珠的126.05%，成功当选公司董事。

作为北京中伦律师事务所的合伙人，冯继勇在PE与兼并收购方面拥有丰富经验，对于制造业也比较熟悉，并具备法律专长上的优势。

“这是A股有史以来公募基金参与提名上市公司董事的第一例。客观来看，也有其特殊性。”高阳回忆道。格力电器的机构投资者持仓比例一直比较高，2012年底，基金等机构投资者持仓格力电器占到格力总股本30%以上。与此同时，格力电器控股股东持股比例相对较低，这使机构投资者在公司的“话语权”相对较强。

格力董事会的成功改选再一次证明，公募基金的股东意识不但在觉醒，也能够发出理性的声音，这对改善上市公司的治理结构具有非常积极的意义。

此次董事会改选以“皆大欢喜”的结果收尾，但格力电器管理部门与以公募基金为代表的机构投资者的二次博弈将在四年后展开。

鹏华等基金管理公司在上市公司治理方面的努力与当时协会的支持不无关系。中国证券投资基金业协会在12月26日发布实施了《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》及起草说明。该指引对基金管理公司为代表和保护投资者利益而行使投票表决权，对完善上市公司治理结构、提高上市公司质量、推进证券市场规范发展有重要意义。

## 那些离去的背影

依基金业协会统计，2010年到2012年，共发生320次基金经理离职事件，远高于历年水平。基金经理的频繁更迭在这三年达到高潮。

中国公募基金行业自诞生以来，从业人员流动性高的特点一直存在，只不过在这三年低迷的市场环境下更加凸显。

媒体总结当时国内公募基金经理流动频繁的原因主要有三大类：第一，基金公司内部资源调动，如基金经理从公募转向社保基金、专户等具有特定服务对象的非公募业务；第二，基金公司之间互挖墙脚，中小基金公司的核心人员稳定性较低，优秀资源不断向大型基金公司聚集；第三，不同行业间的流动，如基金公司的投研人员转投私募、保险、信托，或流至券商资管部门。

但客观而言，作为监管最透明的资产管理行业，公募基金从业者的一举一动均在公众和媒体监督之下，相较于资产管理行业的其他子行业，公募基金更加强调投研体系和投研团队的建设，人员变更的影响其实相对会小一些。

值得欣慰的是，监管部门的推动，在即将修订的《基金法》中加入股权激励相关条款的呼声，或是行业内部的创新力量，在当时都让人看到，公募基金为了建立有效机制以促进行业人员有序健康流动而进行的讨论和探索。

2011年年初，《基金法》修订征求意见稿终于出炉并开始广泛征集意见。对中国基金业来说，《基金法》修订带来的期待之一在于：对员工持股条款进行修订，争论已久的股权激励有望出现突破。

不过在此之前，一些基金公司已探索在当时制度框架下实施激励，留住人才。2011年1月24日，国联安基金发布公告，运用人才激励基金申购国联安德盛红利400万元、国联安德盛安心成长600万元。基金公司拿出自有资金申购旗下基金来激励优秀员工的做法，现在看来只能是基金行业人才激励措施的1.0版本。

在这三年中，部分在公募基金行业最具影响力的初创元老，开始逐步退出行业一线。

2010年9月29日，交银施罗德基金网站刊登公告称，公司总经理莫泰山因个人原因离职，在其担任交银施罗德总经理期间，公司规模一举进入行业前10名。这位中国基金行业初创元老的下一站是知名私募机构重阳投资。2013年1月，莫泰山又从重阳投资离职，同年创办私募博道投资，在经过几年发展之后，博道投资正式拿到公募基金业务牌照，此时距离莫泰山离开公募基金不到7年。

2011年7月29日，博时基金第一任总经理肖风离任。2015年初，刚刚完成股权变更、被通联资本以4.14亿元拿下50%股权的浙商基金发出公告：肖风担任公司董事长。

2011年10月14日，在易方达基金成立10周年之际，第一任总经理叶俊英退居二线，担任董事长，总经理一职由原副总经理刘晓艳担

任。2016年4月，叶俊英离任董事长，彻底告别公募基金行业。值得一提的是，接任叶俊英的詹余引曾在全国社保理事会任职多年，先后从事证券研究、资产配置和境内外证券投资等工作。

2012年5月11日，当时行业规模最大的华夏基金发布公告：公司创始元老、担任总经理一职14年之久的范勇宏正式离职。范勇宏在任期间，带领华夏基金连续多年稳居行业规模最大基金管理公司的位置。而在6年之后的2018年6月11日，行业第一家“私转公”公司鹏扬基金发布公告：范勇宏担任公司董事长。范勇宏再度出山，与曾经的老部下杨爱斌携手重新开拓公募市场。

2012年11月7日，国投瑞银基金发布公告：公司总经理尚健离任。尚健自证监会基金部筹备伊始就风尘仆仆从海外归国，见证了公募基金业的成长。随后，他与国投瑞银知名基金经理朱红裕共同创办弘尚资产。

2013年1月5日，南方基金发布高管变更公告：高良玉于2012年12月31日离任总经理，转任公司副董事长，从南方基金退出。从上任到离任，高良玉担任南方基金总经理接近14年之久。

但上述基金行业一把手的离任，均没有当时人称“基金一哥”的王亚伟的离职受关注程度高。

早于公司总经理范勇宏的离职公告，华夏基金于5月7日晚公告公司原副总经理、华夏大盘和华夏策略的基金经理王亚伟离职，这一天也是他管理的基金交接的日子。

当天下午，在华夏基金所在地——通泰大厦12层，王亚伟召开了媒体见面会。这是王亚伟鲜有的直面媒体的场面。

“外界对我的关注太高，让我感觉压力太大。”王亚伟面对现场50余家现场媒体坦言，希望避开过度关注是其辞去华夏基金副总经理、基金经理工作的主要原因。

在国内外共同基金行业普遍存在“冠军魔咒”的背景下，王亚伟连续多年行业业绩排名前三，令同行侧目的同时，也成为媒体喜闻乐见的报道重点。

王亚伟之所以引人注目，不仅在于其出类拔萃的投资业绩，更在于其鲜明独特的投资风格，这导致资本市场逐渐形成了以他为中心的明星效应。

离职发布会上，王亚伟给年轻的基金经理提出了三点建议：“第一，长期来讲，要给投资者创造绝对收益，这是第一位的；第二，要战胜指数，这样投资者买你的基金才有意义，基金经理才有存在的价值；第三排名，如果专注于前两个目标，第三个目标也会间接地实现。”

王亚伟离开华夏基金之后，创立私募基金千合资本，谈及千合资本名字的由来，他解释道：“我觉得投资是各种东西的结合，它是科学和艺术的结合，是资本和实业的结合，是基本面跟技术面的结合，也是人才之间的团队合作，也可以说是实力和运气的结合，把这些东西结合在一起，投资才可能做好。”

随着行业老将、明星基金经理的相继离任，基金公司的管理和投研团队如何平稳过渡、如何找到行业发展的下一个立足点，将成为决定基金行业未来发展的重要课题。

但历史总是向前的，基金业也是如此。第一代基金掌门人和明星基金经理渐行渐远，第二代掌门人和80后基金经理将全面接班。

## 协会成立：从此我们在一起了

行业需要快速且规范的发展，这不仅要依靠行政监管，也需要行业自律组织提供服务。2012年，中国基金业自律组织的出现为行业继续规范发展打下根基。

在此之前，从1998年开始设立基金管理公司起的第二年，“老十家”基金管理公司就自发组织起来，轮流举办基金业联席会，进行行业交流。这种联席会制度延续至基金业协会成立前，并发展成为当时监管部门与行业沟通交流、贯彻监管政策的重要平台。

到了2001年，根据当时行业发展的需要，经10家基金管理公司提议，中国证券业协会牵头组建成立了“中国证券投资基金业公会”，由华夏基金总经理范勇宏负责，履行基金业自律管理职责。2002年，为整合资源，中国证券业协会第三次会员大会吸纳了基金管理公司和基金托管机构为会员，正式将基金业相关机构纳入统一的自律管理体系。

但在证券业协会体系下，考虑到大部分基金公司均由券商作为主要股东发起设立，将券商和基金公司纳入统一监管平台，利益关联性不可避免。“作为卖方的券商和作为买方的基金公司在利益诉求上不完全相同，证券业协会召开会议时，基金公司代表旁往往坐着自家大股东的代表，这就导致很多话到了嘴边又咽下去了。”有从业者实话实说。

随后10年，显然公募基金业务发展速度远超证券行业，随着基金业务和产品逐步扩大和丰富，法律法规继续细化完善，对行业合规经营提出了更高要求，行业自律管理的任务趋于繁重，基金业的快速发展迫切要求成立独立的行业自律组织。

这种呼声在2009年以后尤为响亮，甚至在多次的证监会主席办公会议上，亦有专门针对基金行业需要加强自律性管理的主题讨论。

地方层面，在2010年年底，上海基金同业公会成立，成为首家地方自律性基金组织。但在当时，成立全行业性质的基金业协会的设想并没有成型。一种方案仍然是在证券业协会的统一管理下，将基金委员会变身为具有一定话语权的基金代表大会制，代表成员扩充为所有基金公司。

另一种方案则是单独成立基金业协会。据了解，当时成立基金业协会的方案主要由证监会基金部发起制定，证券业协会基金公司会员部承担了海外相关协会背景资料的收集整理工作。

催化剂出现在2010年上半年的一次主席办公会议上。据参加此次会议的人士回忆，当时尚福林主席在听取了基金部关于加强自律管理的报告后，旗帜鲜明地表示支持成立基金业协会。

这次主席办公会议后形成的会议纪要，成为随后几年中国证券投资基金业协会筹备工作的方向性文件。

“我在2010年5月结束了香港证监会资深副主席三年任期后回到北京。”后来担任基金业协会第一任会长的孙杰印象深刻，“那天我到尚主席办公室汇报了在港期间的工作，之后不久我就被安排牵头筹备中国证券投资基金业协会。”

2010年10月，在时任证监会基金部主任吴清南下就职上海虹口区之前，筹备基金业协会事宜正式确定。筹备组于当年秋天成立，与行业内各家基金管理公司一道开始筹备成立基金业协会诸事宜。

协会成立筹备组领导成员由孙杰、时任中国证券业协会副秘书长钟蓉萨以及时任证监会基金部处长汤进喜组成。

“除了领导组的成员外，时任中国证券业协会基金会员部主任郑富仕（现任基金业协会副会长）及其从证券业协会抽调的六七名成员作为主要的筹备组工作人员。”汤进喜回忆道，“初期，因为协会人员配置未到位，我们开始主要想着把公募的服务、自律工作做好，并在新修订的《基金法》颁布实施后，为奖私募行业自律监管纳入基金业协会日常工作中做好准备。”

在筹备工作开始之初，基金管理公司会员很快募集了一部分会费作为协会筹建的活动资金，各会员单位缴纳的2011年度会费，保证了基金自律管理和服务工作的正常开展。

即便当时中国基金行业管理人数量和管理规模远不及今天，但要从零开始，成立一家全国性质的自律性行业组织，工作量和难度同样巨大。

为做好筹备工作，筹备组多次召开座谈会，就协会职责、会员结构、组织架构、运作方式等听取各方意见，起草了《会员管理办法草案》《会费收缴办法草案》《理监事产生办法草案》《会员公约草案》等基本文件，以各种方式征求行业意见，逐步完善基本文件。

“我们不仅要按照计划推进基金业协会成立事宜，还需要完成日常的证券业协会管理下的基金会员部相关工作。”筹备组成员之一的郑富仕回忆道。

资料显示，基金业协会共同发起机构为62家，成立之初的会员机构达到140余家，筹备组确定了25名会员理事候选人和6名监事候选人，同时完成了协会徽标设计遴选和网站设计开发工作，初步解决了协会成立后办公场所事宜，租用交通银行办公楼作为协会今后的办公场所。

值得一提的是，成立7年来，基金业协会在金融街上的交通银行办公场所一直沿用至今，由于人员已经扩充到超过200人，协会在泰康大厦等另外两处又设立了办公地点。

在听取各方意见的基础上，筹备组成员提出了基金业协会的筹备方案，草拟了《章程草案》，组织60多家基金管理公司发起申请书。在经过证监会审查同意后，于2011年6月向民政部正式递交了《关于筹备成立中国证券投资基金业协会的请示》。

让郑富仕记忆犹新的是为成立基金业协会向民政部所做的多次解释沟通工作，因为中国证券投资基金业协会是“中”字头，所以除了民政部外还需要国务院审批，但所幸在行政审批上，并没有遇到太多阻碍。

2011年12月的一天下午，在接到中国证券投资基金业协会获准成立的电话后，郑富仕第一时间向工作组成员报喜，比预想中快了不少！

于是，筹备一年多之后，中国基金业协会最终在2011年末拿到了“准生证”。

外界听到基金业协会成立的消息最早是在2012年初。时任中国证监会基金监管部主任王林在参加搜狐网的一场论坛时表示，将按照加强监管、放松管制的思路，继续推进市场化改革，为基金的发展创造良好外的部环境，积极推动成立基金业协会。

时隔半年，中国证券投资基金业协会于2012年6月7日在北京金融街威斯汀酒店正式成立。在接下来的两天时间里，国内所有公募基金管理公司、第三方基金销售机构、托管机构、评级机构等均派出代表参加此次成立大会。

也是从这一天起，证券业协会中的基金功能被剥离出来，这也是中国资本市场中涵盖整个基金产业链的首个行业自律组织。

中国基金业协会成立之前的数据显示（截至2012年5月11日），全国共有基金公司72家，管理资产规模达到3.14万亿元，基金份额持有人账户总数超过2.33亿元，约40%的城镇居民家庭参与了基金投资。

在6月7日基金业协会成立大会期间，中国证券投资基金业协会选举产生了第一届理事会、监事会，通过了协会章程、自律公约等相关文件，产生了协会领导班子。这一届的基金业协会共有理事会成员29名，理事会成员的选举从地区和规模两个维度考虑，基本包括各地主要基金管理人及主要银行托管部总经理。

中国证监会基金部原主任孙杰担任第一届基金业协会会长，专职副会长共有两人，分别为上海证监局原副局长韩康、黑龙江证监局原局长曹殿义。此外包括时任华夏基金范勇宏、国泰基金总经理金旭在内的来自基金公司的9人担任兼职副会长，南方基金总经理高良玉则担任监事长。

第一届中国基金业协会的会员包括基金公司、基金托管机构、基金销售机构、基金销售支付结算机构以及基金评价机构等五类，但在当年并不包括私募基金。在2013年修订后的《基金法》颁布后，被纳入统一监管的私募基金也开始成为协会会员。

在成立大会上，时任中国证监会主席郭树清为基金业协会揭牌，并在下午4点大会结束前发表了题为《我们需要一个强大的财富管理行业》的讲话，该讲话也成为未来几年中国基金业发展的大方向和指导方针。

郭树清在讲话中呼吁，国内亟待建设一个强大的财富管理行业，基金业协会的成立正当其时，相信协会一定能够大有作为。“希望协会

从成立开始，就能跳出基金业的圈子，牢牢把握财富管理行业的发展大趋势，引领行业发展方向，凝聚行业发展共识，共谋行业发展大局。要真正发挥行业协会作用，打破目前财富管理行业存在的条块分割、规模偏小、服务能力不足的局面，大胆创新，引领行业闯出一条符合国情的财富管理业务发展之路。协会要转变观念，回归行业协会的本性，突出服务宗旨；要包容开放，鼓励公平竞争，促进行业创新；加强行业管理，积极探索符合实际的自律方式和手段；勇于担当，切实负起行业和社会责任。”

展望未来，郭树清寄语道：“基金管理公司应当加快向现代财富管理机构转型，要加快创新发展步伐，坚持从实体经济需要出发，通过设立专项资产管理计划，投资实体资产，扩大专户产品的投资范围，服务于实体经济；中国证监会将继续加强基础制度建设，不断优化有利于行业发展的外部环境，配合立法机关加快《证券投资基金法》的修订，争取在拓宽基金公司业务范围、扩大基金投资标的、松绑投资运作限制、优化公司治理、规范行业服务行为等方面取得突破性进展。”

巧的是，当天晚上，央行宣布存款利率和贷款利率均降低0.25%，同时存款利率上浮10%，贷款利率下调20%，这被视为利率市场化改革的实质进展，深刻改变了过往基金管理人高度依赖资本市场单一投资管理能力和产品类型的局面。当年一系列资产管理新政的出台，加速了分业监管、混业经营趋势的显现，为资管行业提供了有利的市场环境，促成了中国基金行业在未来几年的转型大发展。

2012年，除了基金业协会成立，在监管部门上面，加强监管、放松管制的多项措施同样助力基金业改革，为基金业带来了“正能量”。一系列松绑基金业监管的规定和征求意见稿，体现了监管部门“加强监管、放松管制”的政策制定原则。

到了下半年，一系列行业新规密集出台：2012年9月26日发布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，2012年10月29日发布《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，2012年11月15日发布《基金管理公司开展投资、研究活动防控内幕交易指导意见》，2012年12月13日发布《关于深化基金审核制度改革有关问题的通知》。其中尤以最后发布的《关于深化基金审核制度改革有关问题的通知》对行业影响最大也最深远。

当基金审核制度改革后，产品数量不再成为基金公司规模的决定性因素。行业竞争优势和竞争格局，也开始在2013年之后慢慢发生变化。

# 第八章 行百里者半九十（2013—2015年）

想象力比知识更重要。因为知识是有限的，而想象力是无限的，它包含了一切，推动着进步，是人类进化的源泉。

——爱因斯坦

2013年初，上证指数一度徘徊在2000点以下，而到了2015年末，上证指数收盘于3500点。从最直观的数字来看，这三年指数涨幅超过75%。

即便是最出色的编剧，恐怕也无法写出2013年到2015年资本市场跌宕起伏的生动剧情，其间五味杂陈，唯有亲历其中的从业者能够体会。

2018年的畅销书籍《原则》的作者、桥水基金创始人雷·达里奥最推崇的原则就是进化。他在书中写道：“只有进化，才能伟大。我们是一个持续迭代，不断更新换代的行业，只有进化才能越来越强大。进化是宇宙中最强大的力量，是唯一永恒的东西，是一切的驱动力。”

幸运的是，虽然这三年资本市场风起云涌，但中国基金行业还是在18岁成人礼到来前完成了进化。2013年6月，新《基金法》正式颁布，新法提高了人力资本在行业中的地位，拓展了公募基金的发展空间，创造了私募基金规范发展的条件，完善了行业产业链的制度安排，加大了对投资者权益保护的力度，构建了开放、包容、多元的行业发展空间，为行业发展提供了难得的历史性机遇，随后包括“创新11条”在内的一系列配套法规相继落地执行，使行业由顶层设计入手，自上而下开始进化。

在2013年之前的15年间，中国基金行业比较突出的成绩就是培养了一大批专业人才，撑起国内资产管理行业大半边天，人才成为基金业最核心的资产，但同时专业人才的频繁变动和大量流失又成为行业发展的“痼疾”。

在新《基金法》等政策支持下，2014年，中欧基金这家小型基金管理公司成为第一家实施股权激励的基金管理公司，让基金行业第一批从业者憧憬而不得的理想——自然人持股开始成为现实。经过短短几年发展，如今中欧基金已跻身中大型基金管理公司行列。

曾经的“野孩子”私募基金，在2013年被纳入新《基金法》的监管范围，之前“野蛮生长”的高管开始拿起书本学习各类规章制度，甚至挑灯夜读，应对从业资格考试。

同样进化的还有监管手段，大数据被运用在行业“利用未公开信息交易”案件的调查上，一批从业人员利用非公开信息交易股票行为的关联账户在天眼系统下无处遁形，中国基金行业的公信力得以保证。

中国基金业的投资理念也在进化，那些试图简单通过集中持股、押宝概念股、重仓新兴行业获取超额收益的年轻基金经理在2015年下半年遭到重挫，他们开始明白巴菲特那句“潮水退去，才知谁在裸泳”的真正含义。对于“何为资产管理机构应该具有理性投资理念”的反思，在当年的各大主题论坛和媒体专题报道中被拿来反复讨论，回归价值投资、注重长期投资的基调逐渐成为主流，为之后三年价值投资的“王者回归”埋下伏笔。

创新永远是“进化”最好的代名词，但前提是足够扎实的基础工作。中国基金业过去15年一系列规范的制度设计和严格执行是2013年开始的创新浪潮的保障，即便是这三年间成长为全民理财产品的余额宝，除了感谢利率市场化的天时优势，更要感恩中国基金业在产品设计、支付系统以及托管运营等各环节成熟的制度设计，以及监管部门

对行业创新发展始终愿意采取开放的态度，注重风险控制的监管力度，确保其长期健康发展的决心。

的确，只有进化，才能优胜劣汰、适者生存，也只有进化，才能生生不息。

# 第一节 2013年 转型进化

## 新《基金法》拉开转型大幕

2013年6月1日对整个基金行业来说是一个特别值得纪念的日子，这一天，修订后的《基金法》正式施行，在新法的普照下，中国基金业的发展进入了新时代新跑道。这也意味着，2004年6月1日颁布的旧版《基金法》退出历史舞台。

从提议修订《基金法》，到新《基金法》最终颁布实施，历时整整5年。

随着行业的快速发展，2004年颁布的《基金法》的弊端不断凸显，早在2007年，关于修订《基金法》的呼声已经在业内出现。当年，基金行业的一件大事无形中推动了这一进程。

2007年年中，唐建、王黎敏利用未公开信息交易案件的发生凸显了原基金法在对类似内幕交易案件上的处罚空白。中国证监会只能于2008年4月从行政层面做出处罚，而无法追究当事人的刑事责任。

唐建本人曾表示，因为感觉自己给持有人赚了很多钱，但无法分享利益，所以才铤而走险。虽然唐建的做法过于极端，但亦反映了一个现实：部分基金从业人员呼吁，希望突破基金管理人的组织形式，让基金公司的核心人才更愿意着眼长远，让管理人、管理部门、持有人的利益趋于一致。

2008年3月两会期间，修订《基金法》的提案已由众多人大代表委员提出。“随着资本市场的快速发展，现行的《基金法》中关于‘基金财产的投资活动’的关联交易限制条款，不但对基金投资的公平造成障碍，也影响了商业银行的金融创新。因此，有必要适度放宽基金投资关联交易的规定，既使基金可以参与关联交易，又能保障基金份额持有人的利益。”全国政协委员、时任招商银行行长马蔚华在当年一口气提出9条提案，第一条就是针对基金业的“关于鼓励基金业均衡发展，及时修订《基金法》”。

他在提案中指出，《基金法》中关于“基金财产的投资活动”的关联交易限制条款，限制了基金业发展的空间，也限制了已上市的托管银行与其他商业银行的公平竞争。在这一届两会中，提出修订《基金法》的银行业代表不止马蔚华。时任湖北省证监局局长黄有根也从监管角度出发，提议修订《基金法》。黄有根在两会期间表示，应统一“类基金”产品的监管标准，并加强对基金股东的监管，以杜绝资产管理业中的违规行为。

而中国人民银行原副行长吴晓灵则注意到之前的《基金法》对私募监管的缺失：“尽管私募基金是在法律的豁免条款下生存的一种基金，但是这个豁免的界限表述得并不是非常完整。”

在吴晓灵的最初设想中，她希望不仅将私募基金的狭义定义暨投资于证券市场的阳光私募纳入监管，同时将VC、PE等股权私募、股权基金纳入《基金法》，实现税收优惠，推动国家创新的发展大方向。

这一设想在当时大胆而具有争议性，也预示了之后5年的基金法修订之路并不平坦。

在当年两会上，修订《基金法》的议案被代表正式提交了上去，议案很受重视，甚至被定为人大的“一号议案”。吴晓灵随后在接受媒体采访时表示，“关于《基金法》的修订已在部分人士中达成共识”。

在2009年的两会上，修订《基金法》的呼声依旧。全国人大代表、江苏省证监局局长左红提交了修订《基金法》的提案。这份提案也指出了现行《基金法》对其他投资产品的监管漏洞和基金关联交易的限制问题。

2009年3月，修订《基金法》正式列入国务院立法计划。年中，《基金法》修订起草工作正式启动，起草小组由时任全国人大财经委法案主任朱少平牵头，全国人大常委会委员、财经委副主任委员吴晓灵担任组长，一行三会、国务院法制办以及全国社保理事会等部门亦各派代表参与。

多位参与新《基金法》修订的监管人士在本书成稿时回忆道，当时修订有“小改”、“中改”和“大改”三个方向。

“小改”只限于对公募基金的投资范围进行松绑；“中改”则更多考虑突破公募基金组织形式，让行业有更多体制创新的空间，并将私募证券投资基金并入其中；“大改”则涉及将VC、PE等非证券法范畴的股权型基金纳入《基金法》体系。在早期的起草过程中，以吴晓灵为代表的起草小组倾向于“大改”。

于是在随后的一年间，《基金法》修订起草小组先后在上海、北京、乌镇等地举办了多次座谈会，邀请公募基金、私募基金、托管行以及交易所行业人士对修订工作提出建议。

在颇具争议的私募基金纳入监管方面，由当时起草小组组长吴晓灵带队，分别拜访了朱雀、景林、重阳等知名私募机构，这些以从事二级市场证券投资为主要业务的私募机构，对将私募基金纳入《基金法》监管均表示了认可和欢迎。

新《基金法》起草小组同样走访了红杉资本、弘毅投资、IDG资本等知名股权私募基金，听取沈南鹏、赵令欢、熊晓鸽等业内知名创

投人士对《基金法》修订的意见。“他们并不反对将股权私募基金纳入《基金法》监管中，但希望分清楚监管边界和可能遭遇的多头监管的问题。”一位参与走访的起草小组成员回忆道。

在一年多的起草过程中，两大争议始终存在。

首先是关于公募基金组织形式的突破。在一次座谈会上，有外部学者直言：“公募基金从业人员普遍收入较高，再加以实施股权激励，是否公平合理？”

来自监管机构的起草组成员则回应称，正是因为缺乏自然人持股等激励手段，部分基金公司从业人员注重短期行为，甚至是铤而走险、触犯法规，如果基金公司核心人才成为基金公司股东之一，就会更加爱惜羽毛，公司治理行为更加注重长远发展。“总体而言，利远大于弊”。

范勇宏、赵学军、刘建平、叶俊英、金旭等时任基金公司资深高管在推动新《基金法》中基金管理人组织形式的突破上贡献颇多。

另一大争议是：是否将私募股权基金纳入新《基金法》监管。这一争议涉及面更广，影响面更大。

在起草小组走访弘毅投资总裁赵令欢时，这位创投界资深人士就坦言，“私募股权不在任何一部法律里，身份是模糊的。以前人民币基金所投资的企业上市时，有限合伙企业甚至不能开设证券账户”。

既然以“证券投资基金法”的名义进行监管，那么如何阐述私募股权基金与“证券”的关系就成为起草小组成员释法的关键。

按照《证券法》的规定，在我国境内发行的“股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易”适用《证券法》。而PE主要

投资的是未上市企业的股票或股权，这一品种是否属于“证券”的范畴并不明确，属法律模糊地带。

除此之外，吴晓灵等起草小组成员在推动私募股权基金入法的过程中也遇到了来自外部的压力。她在接受媒体采访时表示：“相关监管主体方面不愿将其纳入进来，同时市场对该法的修订有误解，认为政府立法就是想加强对PE的监管。”

在吴晓灵看来，明确VC和PE的法律地位对于保护投资者和经营者来说都有好处。“金融活动归口金融监管部门监管，同一法律关系的金融产品要按同样的原则、标准监管；宏观经济管理部门应该着眼于国家发展的全局，不要介入微观监管活动”。

即便遭遇阻力，当时公开可见的《基金法》修订草案“一读”稿和“二读”稿，仍然对私募股权基金入法留有余地。“一读”稿中第107条规定，“非公开募集基金财产的证券投资，包括买卖或持有股票、债券，或者国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”。同时，第171条规定，“公开或者非公开募集资金，设立公司或者合伙企业，其资产由第三人管理，进行证券投资活动，其资金募集、注册管理、登记备案、信息披露、监督管理等，参照适用本法”。

“一读”稿第107条和第171条将认定“证券”的权力赋予国务院证券监督管理机构即中国证监会；由于《证券法》和《基金法》的指定监管机构均为证监会，也等于将PE的监管权力赋予了证监会。

经过一年多的调研，2010年底成型的《基金法（修订草案）》最终问世。

草拟稿涉及100多条法律条文，起草小组开始向有关部门征求意见。这意味着进入2011年之后，经过一年多的起草，《基金法》修订进入了实质性完善阶段。

证监会基金部原主任孙杰在2011年1月一次关于《基金法》修订座谈会上指出，过去若干年基金业的高速发展，最重要的因素是法制。下一阶段还要不断完善法律，以便推动基金业进一步发展。从国际金融危机这个大背景来看，《基金法》修订尤为如此。

的确，从修订草案中透露的信息来看，新法不但在技术上试图解决当时基金业面临的发展桎梏问题，而且更关注如何激发这个行业的活力。

座谈会上，吴晓灵提到修订草案中的“三个强化”。首先，明确规定了有关基金从业人员的信用、诚实、谨慎、勤勉的义务以及违反相关义务的法律责任，进一步强化对基金投资者的保护力度。

其次，强化对基金管理人股东、实际控制人的监管，维护基金管理人的独立运营。把管理公募基金的基金管理人的股东和实际控制人纳入监管范围，要按照规定及时履行重大事项报告义务。在股权结构上，对股东要求做了适当放松：不一定非得是金融机构，不完全限于金融机构。

最后，强化市场内在约束机制，注重中介服务机构作用的发挥，鼓励行业自律。凡是和基金有关的中介机构，对其行为都做了一定规范，特别强调的是行业自律。

值得关注的是，草案中专门有一章提到行业协会，希望基金行业，特别是对私募股权基金，应以行业自律方式来管理，这也为2012年中国基金业协会正式成立埋下伏笔。

赶在当年两会前，2011年2月底修订后的《基金法》草案正式下发给包括基金公司在内的相关机构征求意见。在随后将近两年的时间里，新《基金法》修订草案“一读”稿、“二读”稿和“三读”稿，在征求行业内外专家、学者的建议后，不断完善。

由于涉及面较广，“一读”稿、“二读”稿和“三读”稿修改和补充的内容仍然较多。其中，修订草案“一读”稿除将私募基金纳入监管范围外，还对基金管理人及其从业人员从事内幕交易、利益输送等违法违规行为进行了严格而明确的规定，同时就保护基金投资者利益做出了一系列制度性安排。而在“二读”稿中，为更好地保护基金份额持有人的利益，其增加规定，要求基金管理人运用基金财产进行证券投资时，应当遵守审慎经营原则，制定科学合理的投资策略和风险管理制度，有效防范和控制风险。

2012年6月，修订草案“二读”稿中最令市场感兴趣的是对非公募基金相关条款的修改和追加。对于非公开募集基金向不同部门注册、登记和备案的问题，修订草案“二读”稿规定，担任非公开募集基金的基金管理人，应当向基金行业协会履行登记手续，非公开募集基金募集完毕，基金管理人应当向基金行业协会备案。

虽然存在争议，但“二读”稿仍坚持了将私募基金纳入立法范畴的原则。“二读”稿第157条规定：“公开或者非公开募集基金，以进行证券投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其证券投资活动适用本法。”

但是到了2012年8月，全国25家PE基金和创业投资基金行业协会，联名向全国人大常委会“上书”，建议不要将PE特别是VC不加区分地纳入新《基金法》的监管范畴，应为其单独立法。这25家PE机构协会的反对理由之一是，新《基金法》“一读”稿将“证券”的界定权从国务院下放到了证监会。

10月，全国人大常委会对新《基金法》进行了“二读”。也是在这次会议之后，股权私募入法的可能性逐渐降低。“由于在证券定义、监管等方面争议较大，VC、PE是否纳入该修订草案第三次审议稿监管范围具有不确定性。基金产品组织形式也可能沿用该修订草案二次审议

稿相关规定。”一位参与《新基金》法修订草案人士在当时接受媒体采访时透露。

在2012年12月修订草案“三读”稿中可以看到，VC、PE的监管范围仍没有界定，这也意味着新《基金法》问世之初，VC、PE等私募股权基金监管归属还未得到明确。但起草小组的遗憾在一年之后的国务院第17号文件《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中得以弥补，该《意见》明确VC、PE等私募股权基金将纳入证监会监管。

2012年12月28日，北京飘着小雪。此时，无论是位于金融街33号的证监会基金部的工作人员，还是各地的一些基金公司的从业者，都在关注着人民大会堂的一场会议。当天，十一届全国人大常委会第三十次会议闭幕之前，将对修订后的《基金法》进行表决。

在此之前的十一届全国人大常委会第三十次会议期间，历经三次修读的新《基金法》已先后多次分组上会，但并没有在参会的人大代表中有过多争议点。“相反，代表们更关注同时上会且社会话题效应更大的《老年人权益保障法》和《关于加强网络信息保护的决定》。”

当时任职于证监会基金监管部的蒋颛项，亲历了《基金法》修订的过程。最终，2012年12月28日，十一届全国人大常委会第三十次会议闭幕。会议以150票赞成、1票弃权表决通过了修订后的《基金法》。四年前《基金法》起草小组成立，经过四年的反复修改，反复平衡各方利益，今终获通过。新《基金法》将于2013年6月1日正式实施。

作为新《基金法》起草小组组长，全国人大常委会委员、全国人大财经委副主任委员吴晓灵在全国人大常委会审议通过新《基金法》之际表示，这部法律的修订将促进机构投资者发展壮大，为公众提供

更多、更规范的财富管理和投资方式，对资本市场长期健康发展提供有力的制度支持。

时间来到新《基金法》正式实施的前一天。5月31日，中国基金业协会在北京举办了题为“贯彻落实新《基金法》 推动行业健康发展”的2013年年会。

时任证监会基金部主任王林在会上表示，新《基金法》实施后，各类市场主体的创新发展空间将进一步拓展，基金公司应在业务合规、风险可控的基础上创新发展，监管部门将进一步转变审核理念，积极支持行业创新。但推进行业改革发展绝不是一放了之，在放松管制的同时，要把更多精力放到加强监管上，加大事后追责和处罚。

王林同时提到监管部门未来将完善监管体系安排，进一步完善基金综合监管体系，发挥派出机构贴近监管一线的优势、交易所投资监管的职能、托管机构净值核算和投资监督的职能；同时，基金业协会将在加强自律监管方面发挥更重要的作用。

而时任中国证券投资基金业协会会长孙杰则从协会角度认为，政府职能转变和新《基金法》赋予了行业协会提供公共服务的重要使命，金融业改革开放加快了基金行业创新及国际化进程，要求协会工作更加专业化、国际化，资本市场改革不断深入和基金行业市场化进程加快，客观上需要拓展协会自律管理的平台。

2013年6月1日，在万众期待之下，修订后的《基金法》正式实施，风雨兼程十五载之后，基金行业将以新《基金法》为契机进入一个新的历史时期。

在新的法律环境下，中国基金业正面临重大变化：提高了人力资本在行业中的地位，拓展了公募基金的发展空间，创造了私募基金规范发展的条件，完善了行业产业链的制度安排，加大了对投资者权益

保护的力度，初步构建了开放、包容、多元的行业发展空间，为行业发展提供了难得的历史性机遇。

机遇与挑战是新《基金法》实施后对中国基金行业发展状况的最好诠释。所谓机遇，一方面，新《基金法》为基金行业解决激励机制问题提供了途径；另一方面，放宽投资范围以及放开业务范围等方面也为基金行业的突破发展提供了可能。所谓挑战，《基金法》使行业准入门槛降低、竞争加剧，并且证券、保险、基金、信托等领域在财富管理方面的壁垒被消除后，这意味着对现有基金行业的格局将有比较大的冲击。

新《基金法》的实施，不仅为基金公司创新发展提供了巨大空间，也将促使行业监管方式发生很大转变。

“新《基金法》对资产管理各个环节的行为规范及相关法律责任都有更具体的安排，这对整个行业今后的监管和执法很有益处，将使监管和执法工作针对性更强，效率更高，可操作性更强。”时任基金管理部副主任徐浩在接受采访时表示，监管部门坚持市场的改革方向，减少直接干预，进一步为行业减负，激发了行业的创新发展活力。

对投资人而言，这是一件值得庆幸的事情。因为新《基金法》将把投资人利益放在更突出位置。时任证监会相关负责人在新《基金法》颁布前表示，今后务必要将合规风控和保护投资人利益放在更加突出的位置，要建立现代风险管理体系。

根据新《基金法》，公开募集基金的基金管理人应当从管理基金的报酬中计提风险准备金，公开募集基金的基金管理人因违法违规、违反基金合同等原因给基金财产或者基金份额持有人合法权益造成损失，应当承担赔偿责任的，可以优先使用风险准备金予以赔偿。

对公募基金来讲，这更是一个发展机遇。修订后的《基金法》取消了5%以下股权变更核准，这对完善公司治理结构，激励高管和优秀基金经理长期为股东、为公司、为投资人服务创造了良好的外部条件；放宽投资范围和基金形式，则最大限度地丰富了基金的产品创新；加大对第三方销售的支持力度，促进中介机构发展，这有效地解决了一直困扰基金公司的发行问题。

对整个资产管理行业而言，新《基金法》无疑将重塑现有资产管理业务格局。未来，信托、银行、私募甚至保险机构和海外基金均可不同程度地参与公募领域，这无疑将对公募市场形成一种“鲇鱼效应”，促进资管行业良性发展。

在本书成书的最后阶段，多位见证《基金法》修订和影响未来几年行业发展的监管人士感慨道：“法律虽然在当时留有部分遗憾，但这些遗憾都在随后几年中被其他政策法规所弥补。”

他们口中的“遗憾”包括对资产管理行业刚性兑付产品的约束和证监会对VC、PE私募股权基金的监管，这些“遗憾”已相继在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等规定中被弥补。

## 新气象新变化

在《基金法》修订版颁布之后，为使新法顺利实施，证监会对多达十余类现行规章、规范性文件或修订、合并，或起草、制定，还就《私募证券投资基金业务管理暂行办法》向社会公开征求意见。《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》则从2013年6月1日起实施，此规定对证券公司、保险公司、私募基金管理机构等直接申请公募业务牌照进行了规范，对后续基金业混业经营影响深远。

此外，证监会陆续修订了《证券投资基金托管业务管理办法》、《公开募集证券投资基金运作管理办法》、《证券投资基金销售管理办法》，制定了《非银行金融机构开展证券投资基金托管业务暂行规定》等部门规章和规范性文件，并着手制定《证券投资基金服务机构业务管理办法》等其他部门规章和规范性文件。

同时，基金业协会也在积极履行新《基金法》赋予其的自律职能。2015年2月，基金业协会启动资产管理业务综合报送平台需求整理与流程设计工作。资产管理业务综合报送平台是集管理人登记和产品备案、会员管理、行业自律、分类公示等功能于一体的统一平台，整合了行业各参与方各项业务报送模板、流程建设与校验规则设置：一是将法律法规、协会自律规则与业务合规要求在系统中加以内嵌落实；二是引导行业机构与从业人员在报送信息时做到逻辑自洽、前后统一、准确完整，在前端提高行业信息报送采集质量；三是整合各方信息，构建“大资管”行业的“大数据画像”，提高行业监测能力和协会自律服务水平。

此后，系统不断完善。2015年，协会启动建立统一的资产管理业务综合报送平台，2016年，私募基金登记备案模块开始迁至此系统，2017年，会员管理模等模块在系统上线，2018年，证券公司、基金公司及其子公司、期货公司等三类公司资管产品备案系统合并切换至资产管理业务综合报送平台，至此，该项行业基础设施建设工作已经初见成效。

在修订后的《基金法》颁布实施一年之后，为响应当时监管机构加快建设现代资产管理机构、支持业务产品创新、推进监管转型的号召，2014年6月13日，证监会发布《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》（以下简称《意见》），包含三部分11条细则，明确了今后一段时期推进基金行业创新发展的总体原则、主要任务和具体

举措，这一被行业称为“创新11条”的《意见》在发布伊始就引起诸多关注和部分争议。

这11条意见分别是：支持差异化发展、完善治理机制、稳步推动双向开放、增强专业投资能力、提升合规风控水平、推进基金产品创新、鼓励基金业务创新、加大基础设施及平台建设、优化客户服务与投资回报机制、转变监管方式、放宽行业准入。

对此，在6月16日的基金业协会年会上，时任协会会长孙杰评价“创新11条”为：“明确了今后一段时期推进基金行业创新发展的总体原则、主要任务和具体举措。”

两年之前的2012年5月，证监会曾就《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施（征求意见稿）》提出了推进证券行业改革创新的11条举措，将券商从固守在二级市场的传统经纪、投行、自营三个领域，拓展到资管、融资融券等业务领域，实现了券商盈利能力在随后几年的提升。

而中国基金业的11条创新纲领迈的步子显然更大，因为它不仅是业务范围的松绑，还涉及治理机制等深层次的问题，但如今回顾11条创新纲领，功过皆有，部分鼓励基金公司创新的举措步伐迈出了正常跑道，脱离了基金行业以投资管理能力为本源的实质。

积极的一面是“支持基金管理公司混合所有制改革，进一步优化基金管理公司股权结构”的提法，让从业人员在股权改革、合伙人制等方面的探索有了新的动力，这也是“创新11条”中最受关注的内容。

在此之前，新《基金法》带来的重大突破，包括允许基金公司采用股份制和5%以下的持股股东行政审批被取消，都为这些创新举措的落地背书。

# 焕发活力的基金业从业者

2013年12月末，从业者终于迎来股权激励落地的圣诞大礼。国务院在12月27日发布的《关于管理公开募集基金的基金管理公司有关问题的批复》（国函〔2013〕132号）中，明确规定自然人可以成为基金公司的主要股东发起设立证券投资基金管理公司。

时任证监会新闻发言人邓舸在批复公布后的媒体问答中表示，与之前参股公募基金管理公司的要求相比，国务院的批复有三个较为明显的变化：一是符合一定条件的专业人士可以持有基金管理公司5%以上的股权，可以担任基金管理公司的主要股东和非主要股东，这有利于完善公司治理，有利于建立长效激励约束机制，充分肯定了人力资本在资产管理行业中所起的核心作用；二是取消对股东组织形式的限制，也不再要求持续经营三个以上会计年度，为各类主体进入基金行业提供了更加便利、均等的条件和机会；三是在消极条件方面，提出了对实际控制人的资质要求，防止不良机构和个人控制基金管理公司。

新《基金法》修订的7年前，基金业就开始探讨实施股权激励。

在2006年第三十一次基金业联席会议上，时任证监会主席尚福林就表示要推动基金公司试点股权激励。

2007年初，证监会鼓励基金公司进行股权激励试点。南方基金、博时基金、易方达基金和嘉实基金等4家基金公司作为试点，分别向证监会上报股权激励方案。但这次试点因为股东变动等各种原因，最终没有进一步推进。

此后，每年都有基金业业内人士提及股权激励，直到新《基金法》的出炉。

2014年4月25日，首单公募基金股权激励获批。

中欧基金当日发布公告称，经公司2014年股东会决议，公司股东国都证券和北京百骏公司，分别将其持有的公司各10%的股权转让给股东以外的自然人窦玉明、刘建平、周蔚文、许欣和陆文俊，其中，窦玉明和刘建平各占公司注册资本的4.9%，周蔚文和许欣各占公司注册资本的4.1%，陆文俊出资占公司注册资本的2%。5位均为中欧基金高管，合计持有公司股本的20%。

这也是公募基金16年发展历史中，自然人首次出现在公募基金公司的股东名单中，这对于中国基金业来说，无疑具有划时代意义。

之前行业高管和优秀基金经理流失严重，频遭诟病，困扰基金业多年的公司治理结构问题，终于迈出了关键性的一步。

时间回到2013年5月，在最后一次以总经理身份参加的富国基金投资论坛上，窦玉明在圆桌讨论环节，意味深长地谈到打破行业发展瓶颈的想法："很多基金现在日子很好过，没有改变的想法，只有不赚钱了才能想到变化，盈利的下滑会倒逼行业的转型，能活下来的公司都有特点，一是规模足够大了，二是专业。我想基金业会经历一个从痛苦到淘汰，到差异化发展的过程。"

事实上，在窦玉明离开富国基金前，这家上海最早成立的合资基金管理公司之一也曾试图进行股权激励改革，但终究没有落实。

"在一次出国访问期间，我遇到一个国外基金公司的老总，是个合伙制公司的老总，我问他：'你做战略的时候会考虑多长的时限？'他的回答是：'forever'。"与国外同行交流的经历，让窦玉明看到自己职业生涯的更多可能。

2013年，窦玉明做出了新的人生选择：从单纯的管理者变成股东兼职业经理人的角色。他笑言："这是一个半创业半打工的混合角色，是一个比较有意思的探索。"

从1994年进入资产管理行业，窦玉明历任嘉实基金副总经理、富国基金总经理等，这位行业老将并没有像其他人一样离职创办私募，而是扎根公募基金行业，并且义无反顾地脱离了舒适圈，加盟中欧基金，成为该公司董事长。促使窦玉明从一家行业领先、业绩较好的大型基金公司转移到一家规模较小的基金公司的一个动因就是股权激励。

作为新《基金法》实施后首家获批股权激励方案的基金公司，中欧基金的股权激励方案对行业未来股权激励发展方向具有样本价值。

在实施股权激励之前，中欧基金4位股东的股份为：意大利意联银行占公司注册资本的35%，国都证券占公司注册资本的30%，北京百骏占公司注册资本的30%，万盛基业占公司注册资本的5%。在实施股权激励之后，意联银行、万盛基业注册资本未变，国都证券、北京百骏和前述五位高管分别占注册资本20%。

5位高管和核心投研人员的股权激励方案只是第一步。当时的中欧基金正在进行事业部制改革，核心投研人员也在股权激励考虑范围内。

2017年7月，证监会发布公告称，中欧基金第一大股东意大利联合银行将其持有的10%股权转让给窦玉明等11名公司核心团队成员，这也意味着原第一大股东意大利联合银行将持股比例调整到25%，而董事长窦玉明等管理团队直接和间接持股比例已超过30%，成为第一大股东。

中欧基金总经理刘建平坦言当时实行“员工持股”计划主要的目的是改善治理结构和激励机制。对中欧基金这样的小公司来说，改善公司的治理结构对公司的发展更为重要，公司有信心通过这种机制转变，把股东和员工之间的博弈关系变为协作关系。

“我们希望股权改造完成之后，股东和员工的眼光都放长远一点。股权改革的最大意义在于，员工与股东从过去的博弈关系变为合作关系，大家坐同一条船，增强相互间的理解和信任，共同完善公司治理结构，它的激励作用是其次的。”成为公司真正意义上的所有者之一后，窦玉明希望公司的核心团队可以和其他股东在平等的地位上讨论问题，大家一起商量，来共同决定公司的发展方向。

在未开展股权激励之前，中欧基金还只是一个规模不足200亿元的小型基金公司，而窦玉明却把它看成职业生涯的最后一站，核心高管再创业的决心以及股权激励的推动，也成就了之后中欧基金资产管理规模的大幅扩展。

但完成股权改造仅是第一步，更长的道路来自公司制度重建。回顾过去几年改制的经验，中欧基金总经理刘建平认为，最核心的其实是两个方面：“一是系统化的制度设计与改革；二是选择适合自身的实施路径。在改制前，中欧基金的管理部门花了大量的精力去思考改革方向、步骤，正是因为此前的详细规划，才保证了改革得以顺利实施。”

“股权改制和事业部改革只是一系列制度建设中的两个重要环节，而制度设计的系统化才是中欧基金改革成功的保障。”刘建平坦言，中欧基金系统化的制度设计包括5个方面，分别是所有权改革、治理结构完善、激励机制改革、推进扁平化的架构，以及合伙人文化建设。

在系统化的改革中，中欧首先着力于股权改制。通过股权结构的改造，管理部门成为股东，核心员工持有公司股权，这便理顺了股

东、管理部门和员工之间的利益关系，也实现了利益的一致性。

刘建平反复强调股权是公司治理的基础，只有建立在合理股权结构上的治理才是有效的。

股权激励效果立竿见影。数据显示，2017年末，中欧基金规模从2013年末的115.17亿元扩增至2000亿元。

远在深圳的前海开源是另一家正在推进股权激励的基金公司，由公募基金元老、南方基金原投资总监王宏远创立。在成立之初，公司就确定了股权激励计划，并将其写进了发起人协议与公司章程。

2015年5月，前海开源增资扩股落地，新增注册资本5000万元全部由深圳市和合投信资产管理合伙企业出资，持股比例为25%，该合伙企业股东由前海开源基金公司拟任董事长王宏远和总经理蔡颖等28人组成。

在实施股权激励方案后，前海开源核心员工与另外三家股东分别持股25%，均等持股为管理部门留下了相当的话语权。

数据显示，2013年1月成立的前海开源，当年末规模仅有1.29亿元，在股权激励与事业部制联动协同推动下，前海开源在同期成立的次新基金公司脱颖而出，规模迅猛扩大。

紧接着，2014年6月，天弘基金200多名持股员工名单曝光，国内最多员工持股的基金公司就此诞生。值得一提的是，天弘基金是通过有限合伙企业的形式实现了超200名员工的股权激励方案。资料显示，这4家有限合伙企业分别是新疆天瑞博丰、新疆天惠新盟、新疆天阜恒基、新疆天聚宸兴，4家有限合伙制股权投资企业总计持有天弘11%的股权。

而在前一年的10月，天弘基金股东内蒙君正发布公告称，阿里巴巴拟出资11.8亿元，认购天弘基金26230万元注册资本金，以51%的持股比例成为第一大股东，同时也为天弘基金管理部门持股埋下了伏笔。

实施股权激励后的天弘基金在管理规模上也是不断扩张。数据显示，2014年末天弘基金规模为5898亿元，2015年末扩增至6739.3亿元。而从盈利能力上看，天弘基金净利润也是逐渐攀升，2014年，天弘基金净利润达到5.49亿元，排名全行业前列。

上述几家具有代表性的基金管理公司股权激励的破冰，见证了中国基金业的制度变革拉开序幕，基金业裂变已然开始，无论小公司还是大公司，股权改革已成不容回避的问题。

此时（2014年4月）距离林利军从华尔街归国参与筹建汇添富基金正好10年，在他的带领下，汇添富基金后来居上，已经成长为行业规模排名前十、上海地区规模最大的基金管理公司，他向公司提交了辞呈，准备功成身退，但董事长潘鑫军希望他在离职前帮助公司完成股权激励制度改革。

“完成公司的股权激励制度改革是我在汇添富做的最后一件大事。”回忆2014年设计股权激励方案的情景，他仍历历在目，“其实，股权激励从汇添富一开始成立的时候就有提到，可惜一直没能完成。我从2014年年初到6、7月期间设计了很多方案，又用了大概八九个月的时间把汇添富的整个股权激励制度完善起来。”

涉及100多个员工持有25%公司股份的激励方案，让员工近几年保持了较高的稳定性。

能够实施股权改革和激励制度的公募基金公司尚属少数，也有不少公司试图以事业部制方式留住人才。

事业部制产生于20世纪20年代美国、日本的一些著名企业，其提供了一种“集中决策、分散经营”的组织框架，实现了企业从简单传统的经营模式到复合体制的转变。公募基金通过实施事业部制吸引人才并激发员工动力，也是因为部分基金管理公司暂时无法实现股权激励，而在发展战略上做出的另一种选择。

2013年，招商基金首推“投资工作室”计划，启动事业部改革。此后，“老十家”中的国泰基金、后起之秀前海开源基金以及刚完成重大股权调整的中欧基金等也都陆续进行事业部制度改革的尝试。

每一家公司成立时间不同，股东背景各异，管理资产规模的保有量都不尽相同，既没有可借鉴的先例，也无法直接把别人的制度照搬过来，一切都是“摸着石头过河”，只有边改制，边完善优化。

事业部制相较于股权激励改革而言，涉及的基金管理公司更多。

基金业协会曾于2015年3月对公募基金管理公司事业部制的实施情况进行了问卷调查。当时约有25.6%的公司实行了事业部制改革或者正在制定改革方案，同时股东背景对实施事业部制无明显影响，中小公司更倾向于实施事业部制，大公司则较为谨慎。

与中欧基金倾向于从外部招聘知名基金经理成立事业部模式有所不同，“老十家”的国泰基金事业部制改革没有从外部引进“空降兵”，事业部负责人均由内部培养的基金经理组成。

中邮基金在2014年10月成立了首个投资工作室——任泽松投资工作室。工作室的负责人在一定范围内拥有人事权和财务权，负责人既可通过公司人事部门招募人员，也可以根据自己的需要自行招募基金经理和研究员。

一年之后的11月24日，中邮基金登陆新三板，首只公募基金挂牌上市终于成为现实。当年3月20日，中邮基金股东大会提起变更股份有限公司，8月6日完成变更，再到最终挂牌，前后仅花费8个月时间，不可谓不迅速。

上述基金公司的一系列举措是整个行业巨大的创新，它至少包含两层含义：一是专业人才的利益将与公司的发展捆绑在一起；二是专业与人才逐渐成为超越资本的力量，驱动着这个行业不断向前。

2015年3月3日，第一家由专业人士作为发起人的基金管理公司泓德基金设立。

“这是一个历史性的时刻，作为一个长期投身于资产管理行业的工作者，我希望能够投身其中，发挥自己的专业能力，去为更多的人创造价值，真正为投资者履行责任。”公司创始人王德晓此前已有超过20年资产管理行业从业经历，创办泓德基金之前曾担任阳光保险集团副董事长、副总裁兼投资决策委员会主席。

泓德基金的股东列表显示，公司注册资本为1.2亿元，王德晓作为自然人大股东持股26%，阳光保险集团持股25%，珠海市基业长青基金持股16.67%。此外，南京民生租赁公司、江苏岛村实业发展公司、上海捷朔信息技术公司分别持股13.88%、13.88%、4.58%。

“我觉得泓德基金挺幸运的，在这个改革的大时代里，在各项制度不断规范、突破和创新的过程中，‘业内首家’的头衔就这样巧合地落在了泓德基金的身上。我感到责任重大，也希望不辱使命。”王德晓回忆道。

离开了保险公司，从零开始，准备材料、报批、场检，通过监管验收，在拿到验收报告的时候，王德晓深知“从0到1”的不易，也知

道，如果不珍惜持有人的托付，没有所谓的强大股东为公司兜底，“从1到0”也是转瞬之间的事。

《基金法》和“创新11条”扩展了基金管理人的范畴，除股权激励和个人持股外，2013年也是公募基金管理人结构走向多元化的起始之年。

新修订的《基金法》第12条规定，“基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任。公开募集基金的基金管理人，由基金管理公司或者经国务院证券监督管理机构按照规定核准的其他机构担任”。这意味着，证券、保险、私募等金融机构在被核准后都可以担任公募基金管理人。

2013年9月26日，上海东方证券资产管理有限公司公募基金管理业务资格申请获得了证监会许可，这家在券商资管领域口碑不错的机构，成为全国首家获得该业务资格的证券公司。

此外，私募基金公司转型公募基金管理人的资格条件也已经确立，鹏扬、重阳、凯石等一批符合条件的公司都踌躇满志。

在可以预见的未来，担任公募基金管理人的各类金融机构的数量逐年增加，股东背景更加丰富，这也会进一步丰富机构投资者队伍，完善市场结构，促进行业竞争。

# 第二节 2014—2015年 再临牛市

## “接班”从风格转换开始

2013年，推出不到三年的创业板指数从年初的700点一路飙涨，最高冲至1424点，翻了一番。相反，沪深两市综合指数却延续前几年的熊市行情，仍然是负增长。

综观中国股市过去20多年来的走势，大盘股与小盘股走势虽有强弱之分，但涨跌趋势基本上一致，出现如此剧烈分化、冰火两重天的景象，前所未有。对基金管理人而言，当时谁敢重仓创业板，也就获取了超越同行的阿尔法收益。

在当年银河评价中心公布的基金业绩排名中，80后基金经理任泽松获得年度冠军，大幅跑赢市场而一战封神。在前一年王亚伟离职后，一批80后基金经理依靠激进、略显大胆的成长股投资风格而开始崭露头角。

此后几年声名显赫的任泽松，当时单独管理公募基金时间并不长，这位清华大学毕业的理学硕士以敢于集中、持续性重仓冷门创业板成长股著称，不可否认，这一鲜明的投资风格在中国股市特定投资阶段具有一定赚钱效应。

2013年全年，创业板估值从34.4倍上升至60.4倍，全年估值上升幅度达75.6%，估值风险显而易见。但根据招商证券统计的数据——公募基金自2013年至2015年的十大重仓股数据，公募基金2013年第一季度对创业板的持仓比例仅5%，到2014年第二季度已提升至20.2%。

当时，公募基金雷同的投资风格也在此时埋下隐患。在新《基金法》落实背景下，资产管理行业混业经营的大时代已经悄然到来。同年12月6日，由王国斌、陈光明领衔，东方资管旗下第一只开放式基金东方红新动力混合获批。虽然此前东方红系列资管产品在券商领域口碑较好，但在当时成长股投资风格占据的主流舞台上，东方红系列产品在公募基金发售渠道并没有受到太多关注，在一个月的发行期后，东方红新动力仅募得11.45元，与三年后单日募集百亿的盛况不可同日而语。

2014年到2015年，也是一批优秀公募基金从业者离职创办私募的高峰。南方基金投资决策委员会主席、投资总监邱国鹭于2014年初离职，过去的2013年，是他回国后遭到质疑最多的一年。他始终奉行的价值投资理念面对以创业板为代表的成长股行情显得有点"老套"。但因为经历过2000年纳斯达克互联网泡沫，邱国鹭有他的自信，在筹备一段时间后，邱国鹭创办了平台型私募高毅资产，汇聚了众多明星投资人合伙创业，包括博时基金邓晓峰、建信基金卓利伟、中银基金孙庆瑞等。

在海外工作期间就有私募创业经历的邱国鹭，在成立高毅资产伊始，立足长远，坚持高标准。"我们成立第一天，公司其实还没有收入的时候，高毅就已在北京、上海和深圳最核心地段找了很好的办公室，同时有比较好的IT投入，比较好的交易员，有很好的风控和交易方面优秀人才的支持，让基金经理没有太多后顾之忧，认真做好投资就行。"邱国鹭回忆道。

除邱国鹭外，兴全基金投资总监王晓明创立了兴聚投资；大成基金首席投资官曹雄飞创立了承泽资产；景顺长城基金投资总监王鹏辉创办了望正资产；大摩华鑫基金投资总监钱斌创立了抱朴资产；嘉实基金的知名基金经理党开宇创建了易同投资。

2015年初，“任职时间最长的基金经理（15年）”华安基金副总经理、投资总监尚志民离职，与兄长尚志强合伙创建朴易资产；原嘉实基金经理詹凌蔚创立观富资产；嘉实刘天君创建了泰旸资产；南方基金马北雁创办了诚朴资产；易方达蔡海洪创立睿璞投资。

2015年，还有多位公募基金总经理“公奔私”，民生加银基金总经理俞岱曦、汇添富基金总经理林利军、泰达宏利基金总经理刘青山也离职投身私募，分别创立万吨资产、正心谷创新资本及清和泉资本。

其中林利军的离职颇为业内所唏嘘。

2004年，刚从哈佛商学院毕业的林利军，已经在道富集团旗下投资公司开始了他在美国的职业生涯，其后不久，一通来自中国的电话，改变了他的职业轨迹。

年轻的林利军目标远大，他将初创的汇添富与Capital Group和富达基金进行对标，他打心眼里赞同并准备遵循Capital Group的长线思维，把投资者的利益放在第一位，建立真正好的公司文化，促使基金管理人能够基于长期去做投资；公司的整个运营体系也需要基于长期，而不是短期。

除了Capital Group，林利军还一直在学习富达的产品创新和客户服务。因为富达的产品创新在美国做得最好，他的客户服务也做得最好。

当然，富达还有一个名声在外的理念，就是在投资中非常注重成长期投资。这两家机构都是真正的价值投资者，就是真正从企业基本面出发去做价值投资。

所以，本质上，林利军基于这两家成功机构的基本理念，锻造了汇添富的基本理念。汇添富的基本理念特别简单，就是一切真正从长

期出发。

汇添富的使命、愿景、价值观正是与此相匹配。

汇添富当时确定的使命很特别：客户第一，以客户的长期价值增长为使命；员工第二，为员工创造比较体面的高品质的生活；股东第三。

林利军还记得第一次开董事会的时候，股东都表示不解。他告诉股东，想要赚大钱，想要有长期利益，就只有遵循“客户第一、员工第二、股东第三”的原则，这样做才能创造利益，才会赚到钱。

然后是汇添富的愿景，林利军当时提的四条愿景分别是：中国人民的理财需求刚刚兴起；机构的理财服务方兴未艾；养老管理制度正在面临根本的变革；跨境投资将成为主流。

这是林利军在2004年定的愿景，这些愿景指引着汇添富这10余年来的主要战略方向。

文化上，汇添富更有独到之处。

每个踏入汇添富办公区的人，首先都会被墙壁上张贴的“每日三问”所吸引：

今天我幽默了吗？如没有，请反问，我是不是一个无趣的人？

今天我分享了吗？如没有，请反问，我是不是一个自私的人？

今天我付出最后1%的努力了吗？如没有，请反问，我是不是一个平庸的人？

与其他公募离职者继续利用优势禀赋从事二级市场投资不同，林利军以成功的一级市场投资在PE圈声名鹊起，正心谷创新资本在成立

伊始就更加关注初创企业的股权投资机会。“这些企业相较于已经上市，盈利能力稳定的公司而言，更需要资金支持开拓业务。”

## 牛市的疯狂中谁能保持冷静

令人兴奋的全民牛市行情在2014年下半年突如其来。市场行情也在2014年下半年实现二八切换，热点分化的行情走势，也让各类型主题基金成为主角。2014年收益率最高的主题基金前三甲为金融主题基金、地产主题基金和沪深300指数基金，平均收益率分别达到87.5%、72.3%、48.7%，而其他类型的主题基金收益率多分布在15%到35%之间。

2014年，基金业绩排名中呈现出另一明显特征：基金经理中年轻派“后来居上”。

结合银河证券基金评价中心公布的当年基金业绩表现和基金经理从业年限统计，截至2014年12月29日，在任职年限（自然年）长达或超过7年的基金经理中，年内业绩排名前10的基金经理所创造的回报率为45.12%~55.39%，相比之下，任职年限年为3年至7的基金经理的年内回报率更高，为53.57%~65.12%。

而在任职年限不到三年的基金经理中，排名前十的基金经理的业绩回报率则高达57.98%~94.84%。单纯看业绩回报率，从业时间更短的基金经理在2014年创造的回报率反而更高，但此项统计没有考虑业绩回撤性，从业时间较长的基金经理业绩则相对稳定。

在中国公募基金业最早一批明星基金经理逐步退出公募平台、投身私募基金实现个人创业抱负之际，年轻基金经理顺利接班，至少在这一年的业绩上，并没有显示出经验的劣势。

这也给尚处于青春期的中国基金业留下一个经常被拿来讨论的话题：一批富有经验的基金经理离职对基金产品的业绩影响有多大？时任华宝兴业基金总经理裴长江曾这样评价基金经理：他们是一群受过专业训练的投资者，并没有所谓的投资天赋，媒体对基金经理在基金业绩上的重要性过于神化，良好的基金业绩依靠的是完备且专业的投研团队共同努力。

2015年上半年，牛市热情持续高涨，受到政策利好不断、货币政策超级宽松、流动性泛滥等影响，A股市场自年初开始便火热异常。

“国企改革预期”、“互联网+”、“工业4.0”及“高端装备制造”等成为牛市启动的几大风口。沪指从2014年12月31日收盘点位3234.68点起步，一路扶摇直上、攻城拔寨，突破4000点、5000点，并于2015年6月12日站上5178.19点高位。时隔7年后重新站上5000点整数关口，“杠杆牛”应运而生，市场一片欢腾。

2015年前5个月，A股市场“歌舞升平”，风格也从前一年的“二八分化”演变为主题成长股的天下，安硕信息、全通教育等互联网主题概念股短短两个月内股价翻两番。巨大赚钱效应下，基金再度热销，成为老百姓茶余饭后的媲美买房的谈资。

6月5日，创业板指数创出4038点的历史高位的第二天，工银瑞信互联网加成立，这只基金仅3天时间就募集了197亿元。

相较于公募基金，风格更加激进的私募基金业绩表现更加突出。据统计数据显示，2015年前5个月，阳光私募基金业绩排名前三的产品收益率分别为333.37%、295.19%%和253.10%；在业绩排名前十的阳光私募基金中，有9只产品的收益率增长超过两倍。

与赚钱效应相对应的是私募基金数量的急剧增多。私募基金规模的“井喷”成为此轮牛市中另一个值得关注的现象：市场在2015年第二

季度成立超过4000只私募基金，截止到5月底，已经完成登记的私募基金管理机构超过12000家，管理着超过1万亿元的资产规模。

疯狂的市场中，有部分“老司机”看到了其中的风险。“2015年前几个月，我们感受到了业绩压力，但我对年轻基金经理说要坚守自己的投资理念，不要盲从市场的热点。”时任东方红资产管理总经理的陈光明，在2015年上半年不断在给年轻基金经理做心理安抚。随着指数连续上涨，东方红系列资管产品（含公募）在4000点后，逐步将重仓股转向万科A、招商银行等当时市场中严重滞涨的少数仍处于价值合理范围内的蓝筹股，近20年的投资经验告诉他，疯狂的行情不会持续太久。

这一波牛市行情让很多资深基金经理看不懂。看不懂的主要原因有两个：一是行情与中国经济实际运行态势相背离；二是个股间结构分化巨大。

同期，基金发行市场也呈现出“繁荣”景象。

首先，蜂拥而至的新老基金募集。同花顺数据显示，伴随老基金的赚钱效应，2015年1月到5月，公募基金募集金额分别为806.05亿元、398.11亿元、1794.16亿元、2607.8亿元和2628.69亿元，320只新基金募集总规模达到了8229.81亿元，平均每只基金募集24.63亿元。

新基金发行市场甚至再现2007年时的盛况：基金发行不断达到发行上限，提前结束募集。5月，易方达新丝路、富国改革动力、中邮信息产业、工银瑞信丰盈回报、易方达并购重组5只基金募集规模均突破了100亿元的大关，而这些“巨无霸”基金多数都是提前结束募集。

其次，在存续老基金方面，被热捧的分级基金在前5个月规模也实现大幅增长。统计数据显示，截至5月底，已经上市交易的81只股票型分级基金A、B子份额规模合计达到2268亿份，比4月底的1615亿份猛

增653亿份，单月增幅达到40.44%。按照收盘价计算，81只分级基金A、B子份额合计市值达到2597亿元，较4月底增长了37.36%。

而无论是新基金还是分级基金，在被投资者积极认（申）购后，继续在市场中买入重仓股成为唯一选择，继而推动A股市场股价不断创出新高。

同时，因为追求相对排名机制的影响，在市场不断冲高之际，少数基金管理人也在买入持有部分高股价、高市盈率的创业板上市公司的股票。

统计数据进一步显示，2015年初至5月31日，全部开放式股票型基金中，超过170只股票型基金实现了年内收益翻倍，排名第一的基金年内收益达到了205.28%，这种短期的巨大收益率在全球基金历史上也不多见。

## 基金业成为救市“压舱石”

不过，很快A股便遭遇金融危机以来最黑暗的一周。

创业板指数在6月4日见顶后开始调整，上证综指则在6月12日见顶。6月15日开始，A股出现连续大幅杀跌，6月19日，上证综指重挫6.42%，创业板指数下跌5.41%，两市近千只个股跌停。从6月15日到6月19日，上证综指累计跌幅达13.32%，创下自2008年6月以来的最大单周跌幅。

多米诺骨牌式的连锁反应开始上演：先是机构在控制风险的前提下主动控制仓位，随后前期大涨的股票掉头向下大幅下跌，导致以游

资为主的高比例配资账户开始平仓，配资平台开始强制平仓，使更多的股票大幅调整，最后普通散户投资者也开始抛售股票。

极端的行情走势也考验着公募基金的流动性抗压能力。受基础市场流动性近乎枯竭的局面影响，大量股票停牌和跌停，基金估值受到前所未有的挑战。一些基金疑似遭遇大比例赎回，导致单日单位净值跌幅远超市场。但值得庆幸的是，成立17年的完备制度优势让公募基金在此期间未爆发一起实质性流动性危机。

在面对中国资本市场史无前例的系统性危机时，成立仅两年的中国基金业协会在此时不断释放正能量。

6月5日，针对创业板风险，基金业协会发布《公募基金行业价值投资倡议书》，提示关注创业板风险、回归价值投资。6月16日，基金业协会在《中国证券报》发表署名文章“私募基金发展热潮中的冷思考”，指出在当前热火朝天的发展形势下，私募基金行业需要多一分“冷思考”，应始终以服务实体经济、增进人民财富为己任，决不突破诚信道德“底线”，决不踩踏行规行约“黄线”，决不触碰法律“红线”，忠实履行信托责任，始终强化风险意识，不断追求专业精进，定能实现基业长青。

在随后股市异常波动期间，基金业协会不断凝聚行业力量，阻止市场断崖式下跌。协会于6月30日率先召集私募机构代表发布题为“艳阳总在风雨后”的私募证券投资基金专业委员会倡议书，展现齐心协力、同舟共济的强大正能量。

紧随其后，基金业协会又以“公募基金看大市”为主题，连续发布13家公募基金对市场的观点，引导市场预期。同时，召开25家公募基金管理公司座谈会，号召94家基金公司高管及基金经理积极申购偏股型基金，与投资者同呼吸共命运。对资管产品投资二级市场的风险进

行压力测试，编发《资产管理业务投资证券市场情况周报》，为监管部门掌握市场风险提供了重要依据。

当时公开的25家公募基金管理公司座谈会会议纪要显示，与会基金公司倡议并将积极践行：第一，打开前期限购基金的申购，为投资者提供更多选择；第二，把握市场机遇，加快偏股型基金的申报和发行，并根据基金契约规定，完成新增资金建仓；第三，参会的基金公司董事长和总经理承诺，积极申购本公司偏股型基金，并至少持有一年以上。

所有参会基金公司都表示将积极作为，继续履行“受人之托、代人理财”职责，坚持长期投资、理性投资，齐心协力维护资本市场稳定。

会议纪要发布后，69家未参会公募基金公司也迅速表态，表示坚决支持会议纪要的有关精神，自愿加入支持行列，并坚信集市场各方之力，完全有条件、有能力、有信心维护资本市场稳定健康发展。

2015年7月8日，钟蓉萨对这一天的经历印象特别深刻，简直像美剧《24小时》般惊心动魄。

上午，她按照原定计划，前往北京近郊的香山，为即将到来的新一届基金从业资格考试封闭出题。

10点30分，交易仅一个小时，上证指数就下跌了161点，1477家上市公司处于停盘状态，大量融资融券账户被强行平仓，而作为市场参与主体的公募基金，遭遇空前的流动性危机。

中午，钟蓉萨接到四大托管银行个金负责人的电话，提示某基金可能遇到赎回的流动性风险，请协会评估是否要暂停赎回或动用风险准备金。

钟蓉萨接到电话后，和出题组其他工作人员做了简单交接后，第一时间赶回协会。

回来的路上，钟蓉萨又陆续接到来自托管行、基金公司以及协会同事的电话，“来电实在太多了，我不得不开着免提放到腿上”。

下午2点，刚刚赶回协会的钟蓉萨一头钻进会议室，与相关人员商议如何应对可能到来的公募基金历史上最大的流动性危机。

会议室内的气氛显得格外凝重，关于要不要暂停赎回的问题，大家讨论热烈。而在会议室外，上海、北京、广州、深圳四地的基金管理公司运营人员也在焦急地等待会议室内的决定，因为它关系着上万亿资金的流向，已经羸弱的市场经不住任何流动性上的打击。

6小时的会议持续至晚上8点，洪磊、钟蓉萨走出会议室，外面已经围了一圈人，会议给出了定论，“不暂停估值、不暂停赎回”。

协会的表态，一方面是对行业完善的估值和运营制度的信心，另一方面也是对国家层面能够顺利解决这轮股市调整的信心。

在确保不发生流动性危机的情况下，6月到7月短短两个月间，公募基金的表现成为救市的“压舱石”。从近百家公募基金公司先后发声，倡议理性看待市场波动，坚持价值投资理念，到积极自购公司旗下偏股型基金产品，没有发生一起挤兑事件。

在“救市”期间，公募基金行业整体起到了稳定人心、维护资本市场稳定的作用。

尽管遭遇2015年年中的巨幅波动，但截至当年底，中国基金业依旧交出一份令投资者欣慰的投资答卷。

投资国内市场的大类基金2015年均取得正收益，混合型基金表现尤为突出，收益率超过两位数。2015年度全部基金（非货币）的年度加权涨幅为14.6%，与上证指数9.41%相比，仍然具有优势。

但不可回避，当年诸多基金持有人以亏损而终结了这场短期牛市梦，究其原因，无非是投资者高位买入基金，或部分基金管理人在牛市阶段加大营销力度追求短期利益。

如今，关于公募基金在股票市场狂热的时候应该如何担当的话题一直被讨论。在公募基金投研一线从业超过18年的窦玉明有着自己的理解："即便时光倒流，我在当时也不太会建议客户去赎回基金。因为作为基金管理人，可以有更好的替代方案服务客户。两种方式，一是建议投资人把更大比例的资产配置到债券基金货币基金等方面；二是基金经理可以在基金投资层面减少股票投资的比重。"

"事实上，赎回股票基金这类资产配置建议是要非常慎重给出的，主要原因包括两方面；一是大部分情况下，整体市场高估还是低估，未来市场是熊市还是牛市是很难判断出来的。2007年和2015年两次股票极端被高估的行情在公募基金20年历史中也仅出现两次。我对自己判断股市未来涨跌的能力没那么自信。二是投资者个人的资产配置中股票资产的比重、投资者投资的期限、风险承受能力等，管理人并不清楚，基金管理人无法给出每个人都适用的投资策略。好在随着互联网和人工智能的进步，现在通过智能投资顾问系统可以更清楚地了解每个投资者的资产配置情况，在这个前提下，能够根据投资者个人的风险承受能力、投资目标等给出各种方案，针对每个个体的资产配置建议，在股票市场被特别高估或者投资者在股票基金上投资比例太高的情况下，可以建议投资者赎回部分股票基金。"

## 执着于创新

在这三年间，受益于A股市场的高景气，大部分基金公司经营状况较之前熊市大为改观，净利润水平节节攀升，但安逸的日子并没有影响行业理想者创新的步伐。

2013年上半年，“跨”字概括了ETF创新的特点。在“跨系统”“跨地域”之后问世的黄金ETF，不仅完成了前两种跨越，还直接跨越了监管范畴，同时打通了实物黄金和交易所黄金的界限。

在黄金ETF之前打头阵的是国债ETF，在中国基金业历史上，任何产品创新都需要经过漫长的认证、研发、设计以及测试过程，但最后一步仍需要“天时”的配合，债券ETF同样不例外。

“其实早在股票ETF推出后，行业内的产品研发人员就在思考是否可以推出债券ETF。”国泰基金首席产品官刘国华回忆道，“前些年大家都在想怎样打通交易所和银行间的债券市场，可这是大工程，困难重重，所以债券ETF推进一段时间后就搁置了。但推出债券ETF一事始终放在产品开发人员的心里。”

“打通”之路走不通，让国泰基金产品研发团队想到了别的路。“如果让债券ETF附加更多的投资功能，让它具有良好的扩展性，比如与即将推出的国债期货形成一定的对应关系、进入回购质押库、‘T+0’回转交易、成为融资融券标的等，这个产品的交易就有可能活跃起来。”

时间推进到2012年，由于A股表现持续不佳，债市表现又较突出，债券投资越来越受到重视；加之证监会鼓励创新的大背景，上海证券交易所和中登公司均大力支持。2012年四五月间，国债ETF产品方案正式出炉，此后无论是方案的提出还是上报审批，都好似水到渠成。“之所以选择国债作为债券ETF的投资标的除了国债期货渐行渐近外，国债也是交投最活跃的债券投资品种。”

从设计到上市，刘国华最难忘的环节并非产品本身，而是交易所的全力支持："推出国债ETF虽很重要，但更重大的意义是，在交易所等部门的联合推动下，一些制度得以突破。比如我们的质押回购、'T+0'回转交易机制等，都具有行业性的突破意义。"

从债券ETF发行前一系列配合措施的出台，也能看出交易所对于该产品的"厚爱"。

2月7日，上海证券交易所和中登公司联合发出《关于在上海证券交易所上市的国债交易所交易基金计入回购质押库的通知》，决定自3月25日起，将国债ETF计入现有债券质押式回购质押库。

这一措施为投资者提供了流动性更好的工具，也大大提高了这类产品的使用效率。

除计入回购质押库外，债券ETF实现"T+0"交易也备受市场关注。2月8日发布实施的《上海证券交易所债券ETF业务指南》明确规定，债券ETF实行"T+0"交易。

在两项重要配套措施出台后的2月21日，被誉为国债期货最佳现货替代工具的国泰上证5年期国债ETF正式发行，第50只ETF产品的问世也意味着国内ETF迈入了2.0时代，不再局限于权益投资市场。随着债券ETF产品的上市，交易所债券的流动性进一步得到提升。

紧随国债ETF的发行，2月25日，5只华夏上证行业ETF在各大券商同步发行，该系列ETF分别为上证能源ETF、上证原材料ETF、上证消费ETF、上证金融地产ETF、上证医药卫生ETF，5只行业ETF完善了国内ETF产品线，为场内基金投资者提供了更多交易选择。

相较于之前已经问世的综合性指数ETF，行业ETF适宜投资者进行板块间的轮动操作，投资者可以非常方便地投资自己看好的特定行

业，而不用再费尽心力去精选个股。随着之前股指期货和融资融券等创新金融工具的出现，投资者还可以使用行业ETF配合衍生工具，很方便地进行套利操作。

6月12日，央视晚间新闻破天荒地播报了国泰基金、华安基金的黄金ETF获得证监会批准并即将发行的新闻，显示出黄金这一在中国老百姓中具有较高关注度的投资品的重要性。

黄金ETF是指绝大部分基金财产以黄金为基础资产进行投资，紧密跟踪黄金价格，并在证券交易所上市的开放式基金。黄金ETF运作机制与股票ETF总体上类似，除实物黄金在交易、保管、交割、估值等方面有一定差异外，黄金ETF与股票ETF的区别主要在于：标的指数从股票价格指数变为单一商品价格，成份股从一揽子股票组合变为单一实物商品。

根据时任国泰基金总经理金旭回忆，国泰黄金ETF既跨越了交易系统，也跨越了地域和市场，同时跨越了资产类别和监管领域。“巨大跨界力度带来的工作量十分惊人。国泰黄金ETF足足筹备了4年”。

在此之前的1月25日，中国证监会发布了《黄金交易型开放式证券投资基金暂行规定》（以下简称《规定》）。《规定》为黄金ETF的顺利推出奠定了基础，也表明了监管机构对黄金ETF这一对行业具有重大创新意义的产品秉持积极和支持的态度。

但在当时，黄金ETF的获批和发行时点并不理想。黄金从4月初1600美元每盎司的高位跌落，两个月的时间，价格已经跌去了两成多。

经过三周的发行，7月18日，国内首批两只黄金ETF——华安黄金易（ETF）和国泰黄金ETF基金合同同时生效，二者分别以12.08亿元、4.1亿元结束了黄金ETF首募，募集结果与之前的期待存在差距。

黄金ETF发行遇冷，更多地反映了当时国际黄金价格走势低迷和投资者对黄金投资持回避态度。此时，媒体的普遍唱衰为黄金ETF这一近几年重大创新产品的创新价值打上了问号。

一年之后，博时黄金ETF低调发行，并没有受到太多关注，但该基金随后以存金宝的名义在支付宝上悄然上线，被深谙营销之道的互联网机构重新包装，并大幅降低投资门槛至1元，吸引了大量个人投资者购买。经过几年发展，该基金在规模上后来居上，当时成为亚洲规模最大的黄金ETF产品，也为黄金ETF证明了自身存在的价值。

有些产品的创新需要数年的准备，而另一些产品的创新则考验着基金管理人发现市场机会的速度。

2013年11月30日，证监会网站发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》（以下简称《意见》）。《意见》规定，网下配售至少40%优先向以公开募集方式设立的证券投资基金和由社保基金投资管理人管理的社会保障基金配售，新股重启在即。

中国股市老股民对“打新”一词有着特殊的感情，由于监管机构对新股上市发行价的严控，A股市场普遍存在“打新”风俗，一般新股上市后均会出现被疯炒的行情。

IPO重启后，在市值配售的新规之下，很多散户未参与“打新”。即使能参与“打新”，中签率也很低，但承销商可以将网下发行的股票按事先公布原则配售给机构投资者，公募基金明显受益于网下配售，占据天时地利优势。

有需求就会有创新，此后不久，国泰基金与第三方基金销售机构众禄基金合作推出了国泰淘新灵活配置基金，根据投资范围设定，该基金最多95%的仓位可以用来投资新股，最大限度帮助个人投资者参与收益较为确定的新股投资，虽然由于合规等要求，这类产品并未重

点强调专职“打新”，但这一类型产品成为之后两年最热销的低风险基金产品。

需求决定价值。与2013年之前的债券ETF、黄金ETF等重大制度创新产品不同，“打新”基金、理财型基金这类在某一特定阶段由市场需求推动的微创新产品，同样在中国基金业历史上留下了自己的印记。

时间回到2014年，A股市场在经济弱势与改革推进的双向作用下呈现的牛市投资氛围，延迟了创新的步伐，基金公司热衷发行各类主题型基金。主题型基金特别是行业类、风格类的主题指数型基金的发展，为投资者提供了一个好的工具，优点在于方便投资者追逐细分的板块，一旦板块上涨，收益颇丰。不过，其缺点也很明显，波动幅度大，对投资者的知识结构提出了更高要求。

基金公司扎堆发行主题基金，与迎合市场需求不无关系，但也有公司在不同领域尝试产品创新。

2014年9月，嘉实基金推出行业首只参与国企混改的股权投资基金——嘉实元和直投封闭混合型基金。

嘉实元和是唯一一只以公募基金的形式参与中石化销售公司股权投资的产品，募集上限100亿元，基金资产中50亿元将投资于中石化销售公司股权，另外50亿元投资于债券等固收证券。债券方面的投资将采取持有到期策略，未来中石化销售公司上市以后，投资标的就变成了中石化销售公司上市的股份。同时，嘉实元和成立后三个月内将在上海证券交易所挂牌上市，上市后持有该基金的投资者可以在二级市场进行买卖。

时任嘉实基金总经理赵学军在基金启动仪式上表示，嘉实元和基金从构想到产品方案最终确立，经过三次方案修改，最终基金产品定为50%投资中石化销售公司，50%投资债权。

嘉实元和让公众有机会参与国企混改，国企混改产业投资人、国内投资人优先、公众优先的前提，给了嘉实元和基金问世的机会，使该创新产品在短短三个月得以获批发行，同时也兼顾了审慎原则。

赵学军特别提到金融创新的核心是普惠公众。嘉实基金以公募基金产品参与中石化混合所有制改革，为公众参与金融创新抢夺一杯羹，也为参与国企改革创造了一种可行的模式。

9月30日成立公告显示，嘉实元和于2014年9月23日首日发售，9月29日募集结束。最终有效认购申请金额为181.72亿元，扣除募集费用并计算份额后已经超过基金合同中规定的100亿元募集上限，募集有效认购总户数17888户。最终的募集数据也显示市场对该创新产品的认同。

## 第一只主动清盘基金

2014年9月13日，汇添富基金做出了一个石破天惊的决定，计划于9月16日召开持有人大会，讨论《关于终止汇添富理财28天债券型证券投资基金基金合同有关事项的议案》，汇添富理财28天因此成为中国基金业16年来首只主动清盘的基金。

迷你型基金清盘终于迎来首个敢吃螃蟹者。2012年，证监会发布的《关于深化基金审核制度改革有关问题的通知》首次提出“鼓励建立基金退出机制”，2013年6月开始实施的新《基金法》明确了此规定，而2017年7月发布的《公开募集证券投资基金运作管理办法》则进一步细化了实施合并退出的各项主要原则。汇添富主动清盘基金具有标志性意义，对解决日益严重的迷你型基金问题具有极大推动和示范作用。

事实上，规模或许并非其退市的主要原因，截至2018年第二季度末，汇添富理财28天规模为1.34亿元，远在5000万元警戒线之上。

汇添富基金在当时发布的新闻稿件中提及主动关闭理财28天基金的原因：一方面是从维护基金持有人利益角度出发；另一方面，汇添富推出理财28天基金原本是为了方便投资者安排投资周期（28天为4周），但在实际运作中发现较早推出的理财30天基金更符合投资者的申赎习惯，而这两款产品的期限较为接近，因此选择关闭28天产品来更好地节约资源。

汇添富理财28天清盘也凸显了短期理财债基的昙花一现。2012年，在银行叫停1个月以内理财产品之后，基金公司密集上马运作周期为7天、14天、21天和30天的短期理财债基，但随着货币基金在互联网金融推动下日益深入人心，短期理财债基在流动性方面的劣势愈加明显，而且没有表现出特别突出的收益优势，因此渐渐被边缘化，普遍遭遇大幅净赎回，规模暴跌。

对于此次清盘，汇添富基金做了充分准备，如从8月15日起暂停基金申购，防止新增资金进入。为了保障持有人利益不因清算造成损失，汇添富基金主动承担了相关清算费用，这样，即使在终止合同决议生效前发生大规模赎回，也不会让剩余持有人利益受损；从暂停申购到表决有1个月时间，刚好超过基金运作28天周期，这样，在暂停申购前最后一天即8月14日申购的投资者，可以在9月10日赎回基金而不必等到清盘才兑现，这就可能导致在会议召开前大部分资金已经赎回退出。

截至2018年5月31日，市场上共有444只公募基金产品退市，其中绝大部分为迷你型基金，基金清盘常态化也从一个侧面显示出基金审批改革市场化成果。

即便如此，投资者对清盘基金资金安全的恐慌，以及媒体对基金清盘存在价值的质疑从未停息。

## 子公司的弯道超车

2013年，受宏观经济影响，影子银行增速放缓，信托公司发展速度也放缓，但基金公司子公司异军突起，增长速度惊人。

允许公募基金公司设立基金子公司的政策实施于2012年11月。自从证监会允许基金公司设立子公司从事非公募业务后，被称为“万能金融”的基金子公司业务全面铺开，迅速投身于影子银行的阵容，接过信托和券商资管的接力棒，业务类型主要有类信托业务、股权质押业务、投资类业务、资产证券化业务以及通道业务，基金子公司成了基金管理公司拓展业务的重要途径，同时可以作为阳光私募发行产品的通道，对接其他资产管理计划。

基金子公司管理规模增长之快、基金公司设立子公司热情之高超出所有人的想象。

在通道与创新之间，基金子公司以一年1万亿元的扩张步伐，成为2013年至2014年资产管理行业中发展速度最快的一个分支。相较于受监管约束越来越多的信托公司，基金子公司一方面拥有全牌照、投资范围无限制的优势；另一方面处于监管的空窗期，规则灵活，注册资金只要2000万元，且无净资本的约束。这使基金子公司一诞生就迅速成为融资业务的“新宠”，业务迅速膨胀，短短几个月，多家基金子公司业务规模已迈过百亿元大关。截至2013年底，已有63家基金公司设立了子公司，其中50家是在2013年成立，个别银行背景的基金子公司更是成为规模过千亿元的“巨无霸”。

两类基金子公司在2013年发展最为快速：一是银行系基金子公司，由于承揽了来自银行的票据、质押等业务，这类基金子公司通道规模迅速膨胀，成为影子银行的影子；二是新成立的小规模基金公司，操作激进，在房地产、地方基建项目上大力拓展。在当时，一些子公司所拟设项目涉及的行业五花八门，有些是投资出国留学的，有些甚至涉足红酒行业，快速扩大业务范围的同时完全脱离投资本源，风险正在不断累积。

## 通道业务通向不归路

尽管基金子公司带着拓宽基金公司投资渠道、进一步支持实体经济的使命诞生，但在操作中首先冲向了融资领域，成为银行表外放贷的新通道。

通道业务被复制到基金子公司之后，没有资本金限制的基金子公司迅速占据优势地位，为其起步阶段迅速做大规模、占领市场、解决生存问题创造了机会。

通道业务不仅面临各种未知的风险，而且可以无门槛参与，这让通道业务的利润正在变得更微薄，使之前依赖通道业务快速发展的基金子公司面临转型压力。

由于担忧规模庞大的通道业务风险责任不明确可能引发的风险，证监会于2014年4月发布《关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》（以下简称“26号文”），要求通道业务应当以合同形式明确风险承担主体和通道功能主体，明确各方权利与义务，并应当建立合作方遴选机制，对合作方的资质、信用状况、管理能力、风控水平等进行尽职调查，审慎选择合作方。

在合同上明确风险承担主体相当于将“抽屉协议”阳光化，厘清参与者的责任和义务。

“26号文”同时要求私募类的专户产品（包括基金公司及其子公司发行的产品）进行备案，证监会授权中证资本市场发展监测中心对专户产品进行备案管理和监测分析。

自2014年5月1日起，基金公司及其子公司的专户产品应按要求到中证资本市场发展监测中心进行备案。

从当时的监管导向可以看出，未来基金子公司的业务监管将会明显强化，子公司狂飙突进的时代将画上句号。

进入2014年下半年，监管从严，风险集聚，基金子公司也开始寻找更适合长期发展的模式。

## 私募基金迎来最好时期

对阳光私募而言，2013年最重要的事情莫过于新《基金法》将其纳入监管。6月1日，随着新《基金法》正式实施，私募基金纳入法律监管范畴，新增的第十章共10条，其规范对象均是非公开募集基金，内容涉及合格投资者制度、运作分配信披制度、备案制度、托管制度、允许达标私募开展公募业务等方面。

这意味着阳光私募在灰色地带游走了10个年头后，终于取得了合法“身份证”，行为受到约束的同时，更加有利于未来发展。同时，私募基金开展业务时也将享受相关政策。

过去几年，私募基金在国内发展迅猛，但由于法律监管不到位，违规募集事件时有发生。新《基金法》明确了“公开募集”与“非公开募

集”的界限，将私募基金作为具有金融属性的金融产品纳入监管范围。

在这个最好的时代，转型、创新和强化特色也成为阳光私募需要思考的重要问题。

“私募基金发展的最好时期已经到来。”全国人大财政金融委员会法案室前主任、新《基金法》修订小组成员朱少平在2013年2月下旬召开的国金证券“第五届中国私募基金年会”上表示。

为配合新《基金法》实施，2013年2月20日，证监会率先起草了《私募证券投资基金业务管理暂行办法（征求意见稿）》，对私募基金的登记、业务规范、监督管理、法律责任等都进行了详细的规定。

2014年5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，这一被称为“新国九条”的文件破天荒地将“培育私募市场”作为九条中的一条列出，可见对私募市场的重视。

积极培育私募市场的文件出台，将会是一个重大的转变和机遇，可以让私募市场更快地发展起来。

值得关注的是，“新国九条”对私募股权基金的监管进行了明确。其中第十四条规定：按照功能监管、适度监管的原则，完善股权投资基金、私募资产管理计划、私募集合理财产品、集合资金信托计划等各类私募投资产品的监管标准。

私募基金行业在规模急剧增长的同时，规则亦在不断完善。

6月，新《基金法》正式实施，证券类私募基金被纳入其监管范围，基金行业协会被赋予相关监管权和对行业进行自律规范的职权。

在私募股权基金的监管部门由国家发改委变更为中国证监会后，相关部门的职责关系得到理顺，要求出台一部专门的私募投资基金管

理办法的呼声越来越高。

同月召开的第二届中国基金业协会年会，开始吸纳非公募类资产管理机构成为基金业协会会员，弘毅投资赵令欢、重阳投资裘国根、鼎晖投资吴尚志等耳熟能详的私募掌门人，均以基金业协会会员负责人的名义，参加了该届年会。

这一年，“私募教父”赵丹阳认为A股到了价值底部，宣布重返市场，发行首只产品“华润信托·赤子之心价值集合资金信托计划”。

到了2014年，私募基金迎来历史上最重要的法规。《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称《办法》）于2014年6月30日由中国证券监督管理委员会第51次主席办公会议审议通过，2014年8月21日公布，自2014年8月21日起施行。

证监会根据此前修订的《基金法》授权制定此《办法》，此《办法》是私募基金监管领域的最主要法规之一，确立了符合私募基金行业运作特点的适度监管制度。

从2012年到2014年，这三年是中国私募基金高速发展的3年，私募市场快速崛起占领了之前游资为主的民间资本市场。

基金业协会数据显示，截至2014年7月31日，已完成登记备案的私募基金管理人共有3970家，管理私募基金5696只，管理资金规模为21477.2亿元。私募基金规模的井喷为后来的牛市埋下了种子。

2014年1月17日，中国基金业协会发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》。这一文件的发布一是解决了私募身份问题。登记备案制度实施后，私募基金行业正式纳入监管范围，成为行业“正规军”，可以自主发行产品。二是实质性明确了行业自律组织。登记备案制度实施后，私募基金管理人按规定到基金业协会进行管理人登记和

基金备案。三是提升了私募行业社会信誉和地位。登记备案制度的实施，引导投资者的市场机构逐步建立对私募基金行业的正确认识，为行业创造了公平竞争的发展机遇和良好的发展环境。

3月28日，重阳A股阿尔发对冲基金在基金业协会备案成功，成为第一只根据《基金法》备案的法律意义上的私募基金，该基金为此还荣获了2014年度上海金融创新成果奖。

为配合登记备案工作，中国基金业协会对阳光私募基金开展了全方位多层次的业务培训。

自2014年私募基金实施登记备案以来，私募基金机构登记和产品备案数量持续快速增长。截至2017年底，私募基金管理人达到22446家，实缴规模达到11.10万亿元，过去三年两者的年化增长率分别为64.4%、95.3%。其中，私募证券投资基金管理人8467家，实缴规模为2.60万亿元，占比分别为37.7%、23.4%，过去三年年化增长率分别为79.2%和78.1%；私募股权与创业投资基金管理人13200家，实缴规模为6.52万亿元，占比分别为58.8%、58.7%，过去三年年化增长率分别为56.8%、92.8%。各类私募基金持有A股市值达到9735.16亿元，占A股总市值的1.72%，已经成为公募基金、保险资金之后的第三大机构投资者。

## 余额宝诞生记

2013年，除了新《基金法》颁布，互联网金融也成为中国基金业引人瞩目的大事件，它的影响力对行业变局产生深远影响，但这注定只是一个开始。

2012年以来，以天天基金、数米基金以及好买基金为代表的第三方互联网基金销售平台陆续上线。仅仅一年时间，互联网与金融的碰撞，已经给投资者带来了门槛降低、操作便捷、收益率提高的诸多正面体验。

在银行渠道，基金投资产品通常最低投资额度在1000元以上，而多家第三方互联网基金销售平台联合基金公司发行的基金产品将门槛降低到100元乃至1元。

货币基金赎回“T+0”到账的服务在2012年还是汇添富等少数货币基金所采取的特别举措，而在当年第三方互联网基金销售平台和基金公司的共同推动下，“T+0”几乎成了基金公司对现金理财工具的标配。

一时间，基金公司纷纷在淘宝、微信上等流量入口提供理财服务，让基金理财操作可随时随地进行，客户体验更便捷。同时，现金理财产品用于网络购物、费用支付、信用卡管理等服务也快速得到推广和扩展。

2013年，互联网金融领域最具代表性的事件无疑是余额宝的诞生。余额宝基金不但让传统的货币基金焕发出新的活力，而且改变了基金行业的业态，品类创新转向比拼客户服务能力，货币基金“飞入寻常百姓家”，成为方便使用的现金管理工具。

余额宝的故事最早要从2011年9月22日说起。现任天弘基金副总经理兼首席市场官周晓明当时还在前一家公司任职，当天他带了3个人，来到杭州淘宝总部，见到了时任淘宝网总经理姜鹏。

据证券时报采访报道，这次牵线源于周晓明的老同事、当时刚从和讯网辞职加入淘宝的祖国明（现任蚂蚁金服财富事业群副总裁），

他在电话里兴奋地告诉周晓明，拥有数以亿计用户资源的淘宝网想试水理财业务，把基金销售挪到淘宝上，他可以来聊聊。

拜访中，即便已经在基金行业从业十余年，当周晓明看到淘宝网每天首页的浏览量、人群数、交易支付时仍然吃惊不已，但嗅觉灵敏的周晓明最关注的是支付宝里的沉淀资金。

随后不久，周晓明加盟天弘基金，担任首席市场官，并立即组建电商工作小组，希望赶上淘宝卖基金的头班车。在此之前，天弘基金的在线交易一片空白，没有职能部门，没有客户，没有交易，这既是天弘基金的劣势，也是优势所在。相较于中大型基金公司现有电商平台烦琐的系统改造，天弘基金可以在系统搭建伊始就针对淘宝网进行建设。

与很多同行一样，天弘基金对淘宝网寄予厚望，然而，受相关政策影响，淘宝网一直没有太大进展。

在这个过程中，天弘基金也在尝试和第三方销售机构进行合作，但受制于渠道和产品优势不明显，销量一般。

杭州之行仍然让周晓明印象深刻，他多次前往杭州，与淘宝理财团队进行沟通，锁定余额宝模式的过程是复杂而艰难的。

此前，天弘和其他基金公司一样，一直将自己定位为在淘宝开店卖基金，但在2012年10月前后，祖国明及其团队开始思考推进关于货币基金的合作。几款来自保险公司理财产品的热销提振了其团队的信心。

周晓明从2011年底就开始研究的货币基金支付方案又得以重新聚焦，这才有了余额宝模式的规划和提出。

2012年12月22日，周晓明正式向时任阿里小微金服集团国内事业群总裁樊治铭介绍余额宝模式的雏形。知道樊治铭比较忙，他打算用3~5分钟把事情说清楚，但没想到刚说一分钟，樊治铭就打断他，表示此事可行，这大大出乎他的意料。“这就像是你太想去一个地方，在没有路的时候，突然发现路就在脚下。”周晓明说。

尽管当时支付宝、淘宝也和其他潜在合作者有过不少接触，相对于同行们衡量、动摇、观望的态度，天弘基金对于这次合作态度较为坚决，并且主动提出了新的业务合作模式，最终脱颖而出。

作为合作方，支付宝也对余额宝项目极为重视，投入了巨大资源，动用200多人的技术团队，将其升级为阿里集团重点项目，并进入保密期。

根据媒体报道，3月，由天弘基金、金证股份及阿里股份三方合作的系统开始开发，电子商务领域的运营规则首次与基金规则接轨，有些不可调和的难题也被顺利解决。例如，以前基金公司直销，都需要到官网上填写身份信息、银行账号等，余额宝创造性地把基金的直销系统和TA账户推向了支付宝的前台，与支付宝的系统结合在一起，流程得以简化。

2013年6月13日，余额宝正式上线，对接天弘增利宝货币基金。数以亿计的淘宝用户发现支付宝页面上线了一种可以让用户存款获得利息的功能。开通以后，用户将钱存在余额宝，会产生与银行利息类似的收益。

由支付宝和天弘基金当时发布的数据显示，截至11月14日下午3点，天弘增利宝货币基金（即余额宝）的规模突破1000亿元，用户数近3000万户。天弘增利宝成为国内基金史上首只规模突破千亿的基金。

如今复盘整个过程，余额宝的成功可谓兼备“天时、地利、人和”，不具有可复制性。天时方面，在2013年资金紧张、利率市场化推进的大背景下，4%以上的较高收益率提升了余额宝的吸引力，相较于银行活期存款甚至一年期存款都具有优势，潜在支付宝用户理财的潜在需求被激活；“地利”方面，基金公司通过在互联网渠道的发展与创新，让传统的货币基金赋予新的定义和功能，实现了良性促进作用；“人和”方面，对于互联网介入基金产品，监管部门更愿意采取开放态度，注重在互联网理财产品宣传过度的情形下加强监管的力度，确保其长期健康地发展。

## 基金业互联梦网回归现实

继2013年6月余额宝上线后，11月1日，首批17家基金公司淘宝店开业。对基金公司来说，淘宝网有着流量优势。选择与淘宝合作，一方面是希望借助电商优势，加强产品推广、销售；另一方面，还可以方便投资者，为投资者节约时间和成本。

但相较于余额宝的成功，基金公司淘宝店模式并未取得预期销量，这一平台开店模式于3年后停滞。

在2013年阿里“余额宝”获得巨大成功后，BAT三巨头之二的百度和腾讯也在2014年深入介入互联网金融领域，通过货币基金为主的互联网“宝宝”让银行的存款及用户都开始了大搬家。

百度推出的“百赚利滚利”、“百发”团购金融通过“双规”设计，无缝对接了银行活期、定期存款，且以“宝宝”类产品“收益王”的姿态，试图从市场中分得一杯羹。

腾讯的理财通，植入在人气产品微信中，通过微信红包迅速扩大规模，后端对接了四只货币基金。

在与余额宝共成长的这一年，基金公司在互联网销售发展方向上已分化明显：大型基金管理公司的互联网金融系统已经搭建，其他公司都还在追随或犹豫阶段。

几家大公司不单与BAT公司积极探索合作，建设了系统、积累了技术经验，它们也都快速建立了自己的底层账户，例如华夏的活期通、汇添富的现金宝、广发的钱袋子、易方达的e钱包，这些不仅仅是单只货币基金产品，它们就像阿里旗下的余额宝，是用货币基金构建的底层金融账户。

时间来到2014年下半年，随着权益市场的转暖，货币基金市场收益率的持续下降以及与BAT、京东、360等互联网流量巨头合作已经被各家基金公司占位，基金公司对于以货币基金为主要竞品的互联网金融跑马圈地的热情逐渐降低。

在40万亿储蓄的巨大想象空间下、余额宝1亿用户的高标杆下，基金行业有些力不从心。虽然也有像兴全基金与兴业银行合作“钱掌柜”等规模在短期内巨幅增长的成功案例，但从业者心里都清楚：世上再无余额宝。

也有一些勤奋的公司试图挖掘线下机会，在基金销售人员的眼中，任何有资金沉淀的地方都可能有货币基金替代的空间。部分基金公司试图接触中国移动等运营商，而易方达尝试与彩票网站合作，甚至还想到了超市、商场甚至图书馆、交通一卡通等。不过，这些传统行业的金融转换率都没有预期来得高。

但互联网金融的大潮不会这么短暂，潮水的暂时退却更需要考验基金管理人的耐心和决心，看谁能真正穿越这个来得太早的“瓶颈

期”，也有人开始思考“后余额宝时代”互联网金融2.0该朝哪里走。

有些人希望回归互联网金融本源，踏实做事。时任广发基金副总经理肖雯冷静地看到：“不能急于求成，跑马圈地还在继续，开放系统、对接平台、搭建自己的底层账户这些基础工作还要继续做，我们很难绕过支付宝过去十年做的事情。互联网虽然提供了可能性，但是一口吃个胖子，对大多数人而言只是个传说。”

一年以后，肖雯离职创业。又过了一年，梦想打造国内首个智能基金组合平台的“且慢”App上线，肖雯希望用这个第三方基金销售平台改变中国人购买基金的方式——将大家过去按收益率排名、按热点买基金产品的方式，改变为购买一个有专业能力持续跟踪服务的基金组合，将资产配置理念真正落地执行。

持续近两年的互联网金融“宝宝”战役，并没有让太多基金公司真正受益，但2014年下半年和2015年上半年突如其来的牛市，让部分第三方基金销售机构先“富”了起来。

在互联网流量巨头还在小心翼翼地以货币基金等低风险产品呵护“小白”理财用户的同时，用户风险承受能力较高的东方财富网旗下天天基金网基金销售却在这一轮牛市中爆发式增长。

2015年，东方财富网在证券投资领域崛起，依靠强大的流量，当年基金销售就达到了7432.55亿元，利润达到18.49亿元，而基金销售成为利润的最主要来源。

在新三板上市的好买财富的年报显示，公、私募基金销量暴增。其中，2015年公募基金销售约245亿元，较2014年销量增长7倍。高端业务销售量达97亿元，较2014年增长93%，其中私募基金销量达70亿元，FOF销量为27亿元。在此期间营业收入4.08亿元，同比增367.21%；净利润3470.78万元，实现扭亏为盈。

第三方基金销售的蛋糕虽大，互联网巨头同样虎视眈眈。

2015年4月，阿里巴巴旗下蚂蚁金服以2亿元收购杭州数米基金销售公司60.80%的股权，成为该公司控股股东，正式进入第三方基金销售领域。同年8月，蚂蚁金服推出“蚂蚁聚宝”App，用户可以通过蚂蚁聚宝，直接购买基金。显然阿里巴巴已不再满足于余额宝单一货币基金带来的想象空间。

在过去三年中，“互联网+基金”模式的发展，主要是从基金公司和互联网公司双向展开。基金公司通过基金官网、手机App等自建平台，或者和第三方互联网平台合作，来实现基金互联网化。而互联网公司销售的产品主要来源于基金公司。互联网基金要发展，“产品+平台”是发展的核心。一方面，金融企业充分发挥金融产品和服务的优势，加大了IT方面的投入；另一方面，互联网企业发挥流量和用户体验优势，增加了金融产品开发投入。

在这个过程中，互联网对金融资源的整合作用，加速了金融行业混业经营和进入大资管时代的进程，也对监管提出了更加严苛的挑战。

## 对外开放大步走

互联网金融的快速发展，并没有阻碍中国基金业对外开放的脚步。

沪港通自2014年11月17日起正式运行，实现了上海与香港两大证券市场的互联互通。在此之前，根据香港证监会要求，境内投资者参与港股通，其证券账户及资金余额需合计不低于50万元，这个门槛使大量普通投资者被挡在门外，公募基金低门槛的优势又再次凸显。

2014年12月9日，国内首批3只沪港通基金同时发行，分别为南方恒指ETF、华夏沪港通恒生ETF及联接基金。

根据招募说明书，3只基金的跟踪对象均为香港恒生指数，即以香港股票市场中的50家上市股票为成分股样本，以其发行量为权数加权平均股价指数。

“很多投资者达不到港股通50万元的门槛，发行基金降低门槛，给投资者带来了投资港股的机会。A股已经涨了很多，而港股涨得少，买沪港通ETF相当于间接参与了港股投资。这对于低迷的港股通交易来说是一件好事，募集资金规模越大，买的港股就会越多。”时任南方基金首席策略分析师杨德龙在接受媒体采访时表示道。

沪港通“通车”后，“南冷北热”的情况一直在延续，而3只基金的面世，对于当时平淡的港股通，在一定程度上起到推动了作用。

2015年5月22日，中国证监会与香港证监会发布联合公告，就内地与香港两地基金互认安排正式签署《监督合作备忘录》，中国证监会配套规则《香港互认基金管理暂行规定》发布并于7月1日起正式实施。

基金互认是指允许境外注册并受当地监管机构监管的基金向本地居民公开销售。境外的优秀基金有望在当地公开募集，同理，在当地注册监管的优秀基金也有望进入境外市场。

以香港与内地互认基金为例，就是内地市场成立的基金可以到香港市场进行销售（简称“南下”），香港市场成立的基金也可以拿到内陆来销售（简称“北上”）。

对内地基金业来说，这有利于促进国内基金规模、业绩、服务的提升，以及扩大国内基金业的海外影响力；对香港市场来说，这便于

吸引更多海外资产公司进驻香港，设计与欧美资产相关的基金产品，并通过香港销售进入内地市场；对两地来说，基金互认平台有利于双方共享客户资源，扩充新的盈利增长点。

同年12月8日，中国证监会正式注册了首批3只香港互认基金，分别是恒生中国H股指数基金、行健宏扬中国基金、摩根亚洲总收益债券基金，类型分别为股票指数型、股票型、债券型。香港证监会按照香港有关法规的要求，对相关产品进行审核，于同日正式注册了首批4只内地互认基金，分别是华夏回报混合证券投资基金、工银瑞信核心价值混合型证券投资基金、汇丰晋信大盘股票型证券投资基金、广发行业领先混合型证券投资基金。

数据显示，截至2018年2月末，“南下”互认基金有51只，“北上”互认基金有8只。

# 第九章 百舸争流大时代（2016—2018年）

存在是存在者的存在，存在者存在是该存在者能够对其他存在者实施影响或相互影响的本源，也是能被其他有意识潜质存在者感知认识、决定、利用的本源。

——海德格尔

如果选一个词形容中国基金业从2016年到2018年的发展轨迹，“回归”可能恰如其分。

2017年，市场演绎了一轮波澜壮阔的价值股回归行情，贵州茅台、海康威视、美的集团、中国平安等基金重仓龙头股创出历史新高。在它们的带领下，地产、家电、食品饮料、保险等蓝筹板块一路领涨市场。

在3000多只股票涨跌中位数仍为负数的环境中，公募基金王者归来，傲视群雄，扬眉吐气。

这份瞩目似曾相识。2003年，公募基金成功挖掘出钢铁、汽车、石化、电力及银行等五大板块的投资价值，史称“五朵金花”主题行情，以它们为代表的绩优蓝筹股大放光彩的一幕，至今令投资者记忆犹新。那一年，公募基金从基金黑幕阴影中走出，第一次从配角上升为主角，引领了价值投资的潮流。

巧的是，2017年也是监管大年。基金行业乃至整个资本市场的监管持续升级，针对保本、分级、委外等多类基金潜在风险，监管部门先后出台了多项新规，在公募基金领域开展了一场先破后立、正本清

源的重建新秩序行动。针对上市公司资本运作乱象，一系列监管“组合拳”从多角度、多领域封堵漏洞，推动各方正本清源。

2018年4月出台的资管新规，将影响中国基金业未来的发展方向。资管新规的核心要义，就是坚持回归本源，真正做资产管理业务，而不是准存款类或者带有间接融资特征的产品。把它真正变成一个受人之托、为人理财的产品，显示出信托的特性。按照规定，卖者尽责、买者自负。卖者表现出他的信托责任，买者需要对这种投资本身的波动担负全部的责任。

打破刚兑、破除多层嵌套与禁止资金池模式，清理理财乱象，降低分级杠杆，让资管业务回归主动管理的本源，这也意味着公募分级基金、保本型基金以及非公募的通道业务、资金池业务等将逐步消失。

在这几年，我们同样看到一批老将回归。回归的背后是对这个行业发展的高度认可和对未来的期许。临近本书出版时，鹏扬基金公告称，华夏基金前创始总经理范勇宏担任公司董事长，正式回归公募。在这之前，离开公募基金许多年，国内最早的一位基金经理、华安基金原投资总监王国卫，申请设立了富汇基金；刚刚离开东方资管、近几年成为行业价值投资的标志性人物的陈光明，发起设立了睿远基金管理有限公司。

在这三年中间，我们看到一大批熟悉的名字已经或即将在公募基金行业中出现，包括肖风、陈继武、林利军、莫泰山、何斌等。

参与20年前筹建基金部的莫泰山，在今年举办的一次20周年纪念论坛上感慨：“很高兴看到最早参与这个行业的很多人都还在，用巴菲特的话说，这个行业能够给人长长的雪道，让人在里面滚雪球。”

在他看来，20年过去了，行业里的元老不仅依然在，而且依然做得这么优秀，一方面印证了行业里每个人的努力，另一方面也说明了这个行业提供给从业人员很多机会，让他们伴随着行业的成长而成长。

老将争相回归，新人不断涌现。中国基金行业20年新征程值得更多期待。

# 第一节 2016—2017年 回归本源

## 低开高走的价值投资年

2016年1月4日是中国股市实施指数“熔断”机制后的首个交易日，也是节后第一个交易日，市场给新年踌躇满志的基金经理的不是期望中的开门红，而是以两度“熔断”提前收市谢幕。1月7日，A股再度触发“熔断”，全天交易857秒，颇受争议的“熔断”机制随后被叫停，显示出监管机构及时纠错的决心。

两次非理性的“熔断”打击了刚从2015年市场巨幅震荡中逐渐恢复的投资者信心，但也为部分基金经理提供了较好的建仓机会。

之后11个月内，A股市场震荡回升，部分基金业绩表现优异，但公募基金行业全年仍然净亏损，这也是行业近5年首次年度亏损。前一年度业绩表现优异的基金遭遇“冠军魔咒”，中小盘投资风格逐渐让位于主板更具投资价值的蓝筹股。

在2016年的两起上市公司治理事件中，公募基金扮演了非常重要的角色。

10月28日，基金重仓股格力电器召开股东大会，主要对两件事进行了表决：第一，发行股份定增130亿元收购珠海银隆；第二，配套募资97亿元。为了对这两个事项进行表决，格力股东大会主要对三个议案进行表决。

在此次股东大会上，虽然公司董事长董明珠力挺方案，但涉及募集配套资金的15条议案仍然被现场参与投票的股东投了否定票，这显示了股东对募集配套资金的不满，其中就有不少公募基金股东。

在不少到会的公募基金经理看来，格力电器过去十余年专注空调设备领域，业绩稳定增长的同时，带来了稳健的现金流回报，如今转而以定增方式进军并不熟悉的新能源领域，略显冒进的同时，也改变了该股的投资属性。他们投出反对票也在情理之中。

由于占流通股较大比例的公募和私募基金投资者投票反对，11月16日晚，格力电器无奈发布公告称，终止筹划发行股份购买资产事项，公司股票于11月17日复牌。

贯穿2016年的万科控制权之争，同样离不开公募基金的身影。当以宝能为代表的“门口野蛮人”入侵万科管理部门，预谋控股权的野心昭然若揭时，万科总经理郁亮无奈之下求助多家公募基金，寻求舆论和投票方面的支持。这些公募基金持有万科股票少则数年，多则超过10年，见证了万科在王石、郁亮等管理者的带领下成长为最优秀的房地产企业的历程，代表中小投资者利益的他们毅然选择支持现有管理部门团队，甚至有公募基金投资人为郁亮写书请愿，阻击“门口野蛮人”的入侵，最终取得了胜利。

回头验证，当年格力和万科两次基金管理人与上市公司博弈，都做出了正确的选择，体现了国内基金从业者在参与上市公司治理方面的专业性正与海外成熟机构投资者靠拢。

也是在这一年，包括陈光明、邱国鹭等在内的一批价值投资信仰者，在香港和内地A股市场发现了一批像融创中国等估值极低的个股。“我们的研究员跑遍了融创中国在全国的所有楼盘，蹲点观察这家公司地产的真实价值，坚定了买入决心。”邱国鹭回忆起发现融创中国等价值被低估的公司的情景时，仍然激动不已。

他们在持续买入并在第二年收获数倍回报的同时，也为价值投资在中国资本市场的成功提供了证明。

时间来到2017年。这一年，A股市场上市公司结构、投资者结构、监管环境发生了深刻变化。价值投资成为A股市场和公募基金投资主基调。正是在这一年，纵然绝大多数股票在下跌，但公募基金通过挖掘食品饮料、家电、保险、银行、电子等行业龙头的低估值与稳定增长的潜力，实现了业绩脱颖而出，其表现类似于2003年的石化、钢铁、汽车等“五朵金花”行情的再现与延续，“炒股不如买基金”再次成为个人投资者的深切感悟，基金投资重新获得投资者信任。

源于2016年市场投资风格的转变似乎有迹可循：首先，经历过2015年过山车行情以及2016年初的“熔断”之后，基金经理更加青睐盈利稳定的个股；其次，随着国内供给侧改革的推进，龙头企业产业优势凸显，可以以更低成本融资，进行市场整合，扩大市占率，盈利能力还有提升空间；最后，理性机构投资者比重在上升，更加注重专业的研究能力，更加注重安全边际，更偏好带来长期稳定收益的个股。

在公募老兵窦玉明看来，公募基金全面转向价值投资理念还有很长的路要走：“与国外成熟市场低于60%的换手率相比，国内基金管理人换手率仍旧偏高，普遍高于200%，下降趋势并不明显。”

窦玉明坦言目前市场像社保一样关注长期业绩导向的客户非常少，“有时候客户资金的需求决定了基金管理人的行为，只有当客户关注长期，容忍短期业绩，基金经理才会践行价值投资理念”。

## 警惕低风险产品的高风险扩张

虽然2016年股市开局不顺、债市转头向下，资产荒加剧，但中国基金行业，尤其是公募基金行业的整体规模在这一年继续突飞猛进，这缘于银行积累的资金大量涌入基金行业，并且出现了一个全新的名词“委外定制基金”，这一类型的产品在2016年下半年迎来一波前所未有的高潮。

数据显示，截至2016年末，疑似委外定制公募基金的总数量约为633只，资产总规模约为10753.5亿元，其中债券基金占比达八成。

套上“疑似”一词，因为之前监管机构对这类产品并没有明确定义，通俗意义上委外定制基金指通过信托、基金通道形式进行产品合作，通常约定预期年化收益率，将自营资金或理财资金委托给基金、券商、信托和私募等公司投资，也有部分中小银行的委外业务以投资顾问方式操作。

这类基金的显著特征是机构持有比例在95%以上，机构投资者持有比例的增加，导致基金集中赎回风险加大，对普通投资者来说，由于只能在基金年报和中报才能看到持有比例的情况，因此很多时候甚至不知道自己买到的是一只定制基金，直到机构突然撤走资金、净值出现异动时才知道是委外产品。这种滞后性、不透明性所带来的信息不对称是机构定制基金饱受争议的主要原因之一。

毋庸置疑，银行委外资金的大举入侵影响了公募基金行业的生态，之前以业绩和产品创新驱动规模增长的传统行业格局被打破。

2016年底，来自行业、投资者关于对委外定制基金进行监管的呼声越发高涨，虽然当时仍存在部分问题待解，但大家对委外定制基金的区分监管有利于基金市场的规范化发展已达成共识，由此关于制定相关政策，规范委外定制基金任性发展的措施已纳入监管机构工作进度表上。

2017年3月17日，证监会以下发《机构监管情况通报》文件的形式，正式开始对委外定制产品进行约束。

根据《通报》中的规定，在新基金发行中，单一机构新设基金含已获批但尚未成立的基金单一投资者持有份额占比超过50%时，将采取封闭式运作，或定期开放且开放周期不少于3个月，并采取发起式运作。

而依据2014年7月证监会发布的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，发起式基金是指基金管理人在募集基金时，使用公司股东资金、公司固有资金、公司高级管理人员或者基金经理等人员资金认购基金的金额不少于1000万元人民币，且持有期限不少于3年。这就意味着，每发行一只单一机构的定制基金，基金公司就得真金白银地掏1000万元并锁定3年。

除了委外定制产品以外，另外一个类型的基金产品从2015年下半年以来意外热销。2015年第四季度新成立的21只保本基金，募集资金达620亿元。仅2015年一年发行的保本基金数量，就超过了2015年以前数年发行的保本基金数量。

到了2016年上半年，保本基金更是热度不减，基金公司频频出现提前结束募集的现象，更有甚者一日售罄。统计显示，2016年上半年，新成立的保本基金有56只，占新基金总数量的14.62%。虽然数量不多，但发行规模高达1473.43亿元，占新基金总规模的37.87%。

在中国基金业历史上，每到股债双杀的年份，保本基金总能成为热销的产品，名字中“保本”两字受到老百姓的追捧。

经历了2015年股市剧烈调整后，当时的投资者格外看重基金本金的安全性，保本基金在构建足够的安全垫之前，几乎不投资权益类资产，因此保本基金也就相当于债券基金，短期有可能因为市场波动出

现一定的损失，但仍然属于低风险范畴。当安全垫建立后，保本基金会配置一部分权益类资产，展现出收益向上的弹性。

当时的市场环境似乎也有利于保本基金的投资风格。首先，大家预期市场短期难以向上，导致避险情绪较重，而保本基金较低的权益仓位控制可以有效规避风险；其次，当时经济低迷、通胀无忧的情况下，政策持续宽松，债市有望延续长达数年的慢牛，理想情况是保本基金可规避股市大的系统性风险，同时享受债市慢牛收益。

但同委外产品一样，在规模不断膨胀的背后，保本基金中的担保机制事实上存在一定的不确定性。

时任济安金信基金研究中心主任王群航在接受媒体采访时也提及反担保情况的风险："表面上看是担保机构兜底，但因为担保机构担保额度有限，不是每家都会做，所以一些基金公司会和担保机构签订协议，实际上一旦亏损还是由公募来赔。这样其实导致保本基金发行越多，行业风险越高。"

按照保本基金契约规定，保本基金的担保费只有千分之一到千分之二，对担保公司而言，这一费率显然不能完全覆盖这么多保本基金的风险敞口。

对基金公司来说，如果不出"反担保条款"(注)，保本基金的担保费会大幅提高，费用过高也会影响保本基金的投资收益。因此，基金公司在发行保本基金时，一般会签订"反担保条款"。

这也意味着，若是保本基金出现亏损，则由基金公司用净资产进行实际赔付。

这种模式也让监管部门意识到了风险。2016年5月开始，监管机构停止了保本基金的申报。在5月13日例行新闻发布会上，证监会发言人

特别提道：监管部门已注意到保本基金的潜在风险不容忽视，将尽快弥补保本基金的制度性缺失。

不久之后的7月中旬，基金业协会协助证监会将《关于保本基金的指导意见（修订稿）》下发至各家基金管理公司内部征求意见，8月初，证监会正式发布了《关于保本基金的指导意见（征求意见稿）》。

修订稿的最大亮点在于将保本基金规模与基金管理人的净资产挂钩，对具体投资品种杠杆率的控制，完善担保相关监管要求，基金担保方的净资产等方面进行了规定，增强担保实效。

在基金业协会看来，保本基金作为具备“保本”特性的特定产品，随着保本基金规模快速膨胀，潜在的风险损失可能危及基金公司体系，最终损害持有人利益。

为做好新旧规则衔接，《关于保本基金的指导意见》明确对保本基金依照“新老划断”原则进行过渡安排。2017年2月，证监会发布了《关于避险策略基金的指导意见》，要求将“保本基金”名称调整为“避险策略基金”。9个月后，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》重磅发布，明确要求各类资管产品逐步打破刚性兑付。

直到2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》出台，证监会对刚性兑付产品进行严格限制，保本基金才正式退出历史舞台。

## 来去匆匆的分级基金

同样退出历史舞台的还有分级基金。

被誉为牛市助涨利器的分级基金，在2016年末正式告别散户时代。11月25日，证监会批复沪深交易所发布《分级基金业务管理指引》。沪深交易所发布《分级基金业务管理指引》，设立投资者30万元的证券类资产门槛，并要求强化风险警示措施，预留5个月的过渡期。该指引自2017年5月1日起施行。

2015年下半年以来，分级基金B份额遭遇多轮下折，而投资者，尤其是个人投资者，由于缺乏专业知识而在临近下折时买入，造成不小的损失。分级基金自2015年8月就被监管部门停止审批，当时有200只待审分级基金产品胎死腹中。

传闻已久的《分级基金业务管理指引》终于落地，分级基金投资者不低于30万元的证券类资产门槛，也意味着绝大部分小散户将无缘分级市场。在监管部门不再审批、散户流失的情况下，未来无疑将是存量分级基金的博弈，一些规模小、跟踪较差的分级基金或将被迫转型清盘，分级基金的重新洗牌已经到来。

《分级基金业务管理指引》虽然公布，但业内关注程度并不高。因为在牛市时被万众追捧的分级基金，在当时已成明日黄花。由于市场不再呈现单边行情、流动性同时紧缩、分级不再获批发行等因素，2016年以来分级基金市场交易显得格外冷清。

4月中旬，中融基金发布提议终止旗下中融中证白酒分级基金基金合同的公告，第一只未上市分级基金进入清算程序并完成清盘。此后银华中证国防分级、银华中证“一带一路”分级、交银环境治理分级等陆续结束清盘或转型。

2017年伊始的短短半年时间内，市场上10只未上市分级基金陆续清盘或转型为普通指数基金。

而在2017年11月中下旬，资管新规征求意见稿的出台正式宣判了分级基金“死刑”。

资管新规征求意见稿明确了“公募产品不得进行份额分级”，2018年4月底正式公布的资管新规同样重申了这一规定。

根据安排，分级基金开放申购应向证监会报备。2018年6月底前，基金公司应拿出分级基金整改计划。到2019年6月底，总份额在3亿份以下的分级基金需要完成清理；总份额在3亿份以上的分级基金最后清理期限是2020年年底之前。

分级基金命运已定，但还需要监管部门、基金公司全面考虑持有人利益，使分级基金平稳有序地退出市场。

## 给子公司套上“紧箍咒”

除了委外、分级以及保本基金外，之前规模呈几何级速度膨胀的基金子公司业务，也在2016年因受到政策监管而降温。

基金子公司被贴过很多标签，“万能牌照”，“通道之王”，这些似乎与投资本源毫不相关的关键词被频繁贴在基金子公司上。凭借短暂的制度红利优势，基金子公司接棒信托等机构，“抢”来了大量与投资管理能力无关、以通道业务为代表的非标项目，这个行业也在过去几年迎来了发展的黄金时代，规模一度超过公募基金行业，达到11万亿元。

但该来的监管总是会来的。2016年12月15日，证监会发布的《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》正式开始施行。

新规要求，基金子公司净资本不得低于1亿元，不得低于净资产的40%，不得低于负债的20%，调整后的净资本不得低于各项风险资本之和的100%。

按照子公司新规要求，新规自施行之日起，专户子公司风险控制指标不符合第十条规定标准的，给予18个月的过渡期。自规定施行后第12个月、第18个月，专户子公司各项风险控制指标达到规定标准的，比例应当分别不低于50%、100%。

随着基金子公司迎来加码后的新监管要求，以往高歌猛进的时代也就此终结。转型成为不二出路，基金子公司不得不开辟新业务，谋求发展，或许在业务模式、人员架构、经营思路等方面都要进行配套调整，但“二次革命”显然并非易事。

## 基金“营改增”

历时一年半，包括公募基金在内的资管行业“营改增”落地实施工作，终于在2018年1月1日尘埃落定。

因为涉及过于专业性的财税术语，此事件在舆论界并没有引起太多关注，但在中国新财税历史上将留下浓墨重彩的一笔，这也是国家财税部门首例两次推迟政策实施，三次为新规作出解释说明“打补丁”的税收文件。

在这背后，是证监会机构部和基金业协会等部门不断与财税部门沟通、协商的结果，最大限度地为基金管理人、投资者争取了利益。有监管者毫不犹豫地说：“行业遇到难以解决的问题时，我们应该想尽办法排忧解难。”

2016年3月23日，财政部、国家税务总局发布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号）。36号文作为总纲，规定金融业纳入营改增试点，适用一般计税方式，税率为6%，并从2016年5月1日起开始执行。

36号文开启了营业税全面改为增值税征收的进程，对金融行业适用的增值税情况进行了框架性规范。理论上，由于营业税是对取得营业额的机构或个人征收的税率，资产产品并非营业税的征收对象，但36号文中对于资管产品是否缴纳、如何缴纳增值税并无特别明确的规定。

彼时，对于金融投资品种细化的税收解释和征收规则并未出台，行业人士更多持观望态度。

到了12月21日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》（财税〔2016〕140号），针对“营改增”实施过程中的部分政策疑问进行了解释，要求资管产品需要就运营过程中的发生的应税行为缴纳增值税，纳税人为管理人，并从2016年5月1起追溯缴纳。

该规定引起了轩然大波。一方面是在时间和追缴责任上，意味着从2016年5月1日到12月21期间的增值税资管产品管理人都要缴纳，包括公私募基金在内的资管机构不仅追溯起来有难度，甚至需要付出巨大成本。另一方面，从境外经验看，绝大多数国家全部豁免对证券交易行为征收增值税。究其原因，一是向投资交易行为征收增值税的理论依据不足。增值税是按增值额缴纳的税种，主要适用于生产型或消费型企业。投资交易行为不是货物流转，而是资金融通，不具备缴纳增值税的税理依据。二是证券市场以及资管产品为实体经济融资提供了渠道，应当予以扶持和保护。三是资管行业属于信托关系，基金持有人的财产与基金管理人的固有财产相互独立。基金税收应当由财产所有者承担。

文件出台不久之后的12月30日，基金业协会就召集了10家资管机构代表座谈，会议主题就是“对140号文进行讨论”。“协会领导要求大家把实际困难说出来，对于正常诉求，他们会努力和财税部门沟通解决。”一位参会代表回忆道。

首先，“行业希望对于条文出台之前的增值税不予追溯执行。其次，产品征税的口子不应该被打开。”带着牵涉万亿资管规模的行业诉求和期许，协会分管领导第一时间就带队前往财政部和国家税务总局，代表行业与相关负责人沟通，阐述金融资管产品的特殊性以及追溯增值税款需要付出的巨大人力、物力成本，并将相关情况及时向证监会报告。

沟通的成果高效而又积极。2017年1月6日，财政部、国家税务总局就出台了《关于资管产品增值税政策有关问题的补充通知》。该通知是对140号文中第四条规定的“资管产品运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人为增值税纳税人”所做的一个补充，并且特别强调：对资管产品在2017年7月1日前运营过程中发生的增值税应税行为，未缴纳增值税的，不再缴纳；已缴纳增值税的，已纳税额从资管产品管理人以后月份的增值税应纳税额中抵减。

这一结果让各家公私基金管理人大舒一口气。但140号文要顺利落地执行，对金融机构和产品而言，还有不少细节需要明确。“第一阶段的沟通成果显著，但这不是我们最终的目的，协会希望能够进一步简化纳税方式，区别各纳税主体。”参与此次沟通的钟蓉萨表示。

在随后的半年中，证监会机构部和基金业协会代表不断往返于财政部门和国家税务总局，甚至与来自证监会高层的领导积极沟通，希望进一步推迟增值税新政执行的时间，优化金融产品的征税环节。“这不仅关系到资管机构的税负，更与亿万金融产品持有人的切身利益密切相关。”

确实，大量资管产品，尤其是开放式基金，实行每日开放申购赎回且须每日计算净值作为申赎的价格，而基金持有人往往分散且频繁变化，可能会给140号文的实施带来执行上的困难。一位大型公募基金公司基金核算部总监在接受《中国证券报》采访时，建议相关税收征缴细则能充分考虑基金行业的特点，尽量简化环节，增强可操作性，避免过多增加基金运作的难度和成本，以维护基金持有人的利益、公平对待不同时点申赎的投资者。

《基金法》第五条和第八条分别明确规定："基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产。基金管理人、基金托管人不得将基金财产归入其固有财产"，"基金财产投资的相关税收，由基金份额持有人承担，基金管理人或者其他扣缴义务人按照国家有关税收征收的规定代扣代缴"。

上述条款以法律形式表明了基金的信托性质和基金财产的独立性，明确了基金份额持有人最终承担基金财产投资运作过程中所产生的相关税收，而基金管理人为实际履行代扣代缴义务的纳税主体，并不承担基金投资运作各类应税行为产生的税赋。

6月13日，中国证券投资基金业协会法制工作专业委员会召开第一次全体会议，对基金行业实施"营改增"涉及的法制问题进行了专题研究。

基金业协会随后发出的新闻通稿传递的信息也基本反映了行业诉求：会议建议实施"营改增"要"落实税收法定原则"，依法推进相关政策实施。要保持政策的延续性和可操作性，按照中央和国务院对"营改增"的总体安排，降低整体税负，简化征收环节；要保证法律的权威性和协调性，坚持《基金法》规定的基础法律关系，在征缴安排中尊重基金财产的独立性；要体现政策的前瞻性和导向性，以"营改增"为契机建立健全国际化、法制化、市场化的资本市场综合税制体系，充分

发挥税收的调节作用，形成有利于资本形成和长期投资的综合税制安排。

事实上，在会议举办之前，作为行业自律协会，基金业协会已经与国税总局和财政部等相关部委多次沟通方案调整细则，并且相关诉求也已经反馈至全国人大。

行业对140号文期待已久的补充条款终于到来。6月30日，财政部发布下发《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税〔2017〕56号），规定资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税，通知自2018年1月1日起施行。

## 货币市场基金的新政和变革

2017年9月1日，证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（以下简称《管理规定》），自2017年10月1日正式施行。针对投资交易限制，《管理规定》对开放式基金持有同一家上市公司可流通股票的比例、主动投资于流动性受限资产的市值占比做出了限制，这将避免基金过度集中持有流通个股带来流动性风险，也有效规避单一管理人对可流通股本比例较小股票的操控力度；此外，还细化了对流通受限资产投资比例的要求，这将限制开放式基金对定增股票的参与程度；规定还要求加强逆回购交易的流动性风险和交易对手风险管理。同时，对于对流动性要求更高的货币市场基金提出了更严格的要求。

配合此次新规的推出，基金业协会分别于2017年9月15日在北京举办公募基金流动性风险管理专题培训班，9月22日在成都举办基金管理公司督察长培训班，两次培训得到了行业的广泛关注。时任证监会机

构部处长林晓征出席了两次活动，并就公募基金发展成果、面临的问题，以及《管理规定》的制定背景和思路进行了详细介绍，指出公募基金应逐步形成法律底线约束与公司自我管控相结合，以货币市场基金为防范重点的开放式基金流动性风险管理控制机制。

进入12月以来，监管部门对货币市场基金年底冲规模的行为的监管动作频频，先是12月8日召开基金评价座谈会，要求基金评价机构淡化货币市场基金规模，协会也不再公布包括货币市场基金规模的基金管理人排名。同时，这一次的监管会议对货币市场基金提出了更细化的十余条监管要求，基金管理机构不得进行任何形式的宣传来扩大货币市场基金规模，并防控岁末年初流动性风险。

截至2017年12月31日，最新公布的全行业规模排名首次没有将货币市场基金规模纳入统计，这也使基金管理公司规模排名发生较大变化，最直接的影响是凭借余额宝一“基”独大、连续三年占据基金行业“老大”位置的天弘基金退位，易方达、嘉实、华夏和博时基金排名前四，这四家公司也是唯一四家去除货币市场基金后，公募基金资产规模高于2000亿元的基金管理人。

到了2018年6月1日，证监会和央行联合发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，将互联网货币市场基金“T+0”单日快速赎回的提现额度限制在1万元，同时给出1个月的过渡调整时间。

虽然早有预期，但1个月的过渡调整时间对大部分开通了货币基金“T+0”功能的基金公司而言仍然有些仓促，因为涉及电商、运营、IT等多个部门系统的改造、测试与调试，工作量巨大。

不仅是基金公司，货币基金赎回模式的变革可谓牵一发而动全身，第三方基金销售机构及银行渠道也都纷纷在6月内相继发出调整公告，积极整改。

2018年6月6日，规模最大的货币基金余额宝宣布：从余额宝转出到银行卡当日快速到账最高限额从每日5万元下调到1万元，转出到银行卡普通到账服务（下一个交易日到账额度）及消费支付等则不受影响。这是支付宝继2月1日起将余额宝调整为限时、限额后，2018年再次修改针对客户服务的“游戏规则”。余额宝只是拉开了限额赎回的序幕。

## 徐翔被捕终结“传说”

一代私募枭雄徐翔也在2017年陨落。青岛市中级人民法院2017年1月23日开庭宣判，40岁的私募名人徐翔被判有期徒刑五年半，罚金110亿元。这距离徐翔案一审刚刚过去一个半月。

根据当日青岛市中级人民法院发布的消息，2010年至2015年，被告人徐翔单独或与被告人王巍、竺勇共同与13家上市公司董事长、实际控制人（另案处理）合谋，共同操纵上市公司股票交易价格和交易量。

据悉，徐翔在该案中是首犯，无自首情节，涉案金额数量巨大。青岛市人民检察院指控：2009年至2015年，被告人徐翔成立上海泽熙投资管理有限公司等多家公司（统称“泽熙公司”），由徐翔实际控制，发行多个产品（统称“泽熙产品”），进行证券投资。

徐翔在妻子应莹的配合下，以亲友、泽熙公司员工、员工亲友等人名义开设大量证券账户并控制、使用。徐翔以自有资金注入上述账户，指使应莹等人具体操作。

徐翔还与被告人竺勇等人约定，由上述人员自筹资金，以本人及其亲友名义开设证券账户，根据徐翔的指令买卖股票，获利与徐翔按

比例分成。

通过上述方式，徐翔实际控制近百人的证券账户。按照徐翔等人要求，上市公司董事长或实际控制人，控制上市公司发布“高送转”等利好信息的披露时机和内容，徐翔等人进行相关股票的连续买卖，操纵上市公司股票交易。在股价高位时，抛售股票从中获利。

这些股票包括通过大宗交易接盘的公司高管减持的股票，提前建仓的股票，或定向增发解禁的股票。

1977年2月出生的徐翔，年纪并不大，但没有公募基金明星基金经理所拥有的耀眼的学历。他高中未毕业就开始进入股市，在股市中如鱼得水，迅速成长起来。在随后的日子里，他成为“宁波敢死队”的灵魂人物，并在2008年来到上海，注册上海泽添投资发展有限公司，成为最早的一批阳光私募基金。经过7年发展，管理规模达上百亿。

时间回到2015年11月1日傍晚，一张着白色上衣、佩戴眼镜的中年男子戴着镣铐的照片在资本圈快速流传，照片中人迅速被确认正是泽熙投资掌舵人徐翔。

仅5个小时后，当晚11点50分，央视新闻播出，泽熙投资法定代表人、总经理徐翔等人通过非法手段获取股市内幕信息，从事内幕交易、操纵股票交易价格，其行为涉嫌违法犯罪，已被公安机关依法采取刑事强制措施。相关案侦工作在严格依法进行中。

2016年4月29日，新华社发布消息称，泽熙投资管理有限公司法定代表人、总经理徐翔等人涉嫌操纵证券市场、内幕交易犯罪，于近日被依法批准逮捕。

同一条消息中还提到，中信证券股份有限公司总经理程博明等人涉嫌犯罪，也于近日被依法批捕。

2016年4月中旬，泽熙系所持多家上市公司宣布股份被连续冻结。2016年11月10日，青岛市人民检察院公号发布消息，依法对上海泽熙投资管理有限公司法定代表人、总经理徐翔等人涉嫌操纵证券市场系列案，向青岛市中级人民法院提起公诉。

徐翔被抓是中国资本市场的一个标志性事件！这是私募基金被纳入《基金法》后，监管机构对从业人员违法行为举起利刃的信号。中国基金业要成为推动资本优化组合、帮助中小投资者理财的正能量，就必须割除内幕交易、股价操纵这颗长期盘踞于市场上的毒瘤。

美国法律对私募基金有着较为完善的监管框架，从1933年《证券法》、1934年《证券交易法》约束基金的发行与销售，到1940年《投资顾问法》规定了投资管理人的注册和监管制度。2008年金融危机之后，美国又于2010年通过了金融监管改革法案《多德-弗兰克法案》，该法案的第四部分对私募基金做出了更加严格的规范，严格规定注册制度、信息报告制度、客户账户托管制度等。

然而，就国内私募基金自身情况而言，虽然被纳入新《基金法》监管体系，但之前监管力量多集中于个人或公募基金利用未公开信息进行交易及内幕交易的案件中，较少涉及私募基金，使私募基金自身更倾向于投机式的短线作战，缺乏长期投资的动力。加之国内以散户为主的股票交易市场，向来有“股神崇拜”、听风就是雨的习惯。这也使“股神”的投机式短线作战成为可能。

徐翔的堕落是其频繁利用内幕交易不当获利的必然结果，普通投资者在徐翔被抓之后还将其视为“股神”，他们显然混淆了金融市场中投资和投机行为的不同。徐翔的高收益是破坏游戏规则的非合法的投资获利。

《新京报》当时的评论认为，一代股市枭雄徐翔的倒下，带来的股市游戏规则之变，核心在于引导市场慢慢从投机转向投资，尤其是

真正的价值投资。而价值投资的回归，需要的是监管的不断更新与完善和更为深入而严厉地打击违法违规行为。

而对散户来说，在金融市场中，如果听说谁获得了奇高的回报，谁又获封“股神”称号，那往往是不靠谱的，甚至是违法违规行为如影随形的标志。“一代传奇”徐翔被捕，击碎的是“股神”神话，以及“股神”给散户制造的“一夜暴富”的梦。

## 私募强监管尝甜头

2014年到2015年，在新《基金法》将阳光私募基金纳入监管范围，同时基金业协会正式开展私募基金登记备案工作以来，中国私募基金行业得到了快速发展，市场份额不断提升。随之，局部发展不规范的问题引起行业的重视，私募基金管理人鱼龙混杂、良莠不齐，一些机构甚至从事公开募集、内幕交易、以私募基金为名的非法集资等违法违规活动。在上述背景下，监管部门在2016年加强了整改力度。

这导致原本冷清的私募市场因为2016年的强监管出现了“保壳”运动、名人挑灯备考从业资格、法律意见书大作战、开展自查自纠等热闹景象。行业的生态被重新塑造，面貌发生了翻天覆地的变化。

到了2016年，私募监管体系已经基本完善。其中，2013年6月实施的《基金法》首次将非公开募集基金纳入调整范围。2014年，证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》，2016年2月份以来，中国基金业协会陆续构建出“7+2”的自律规则体系。这七个自律管理办法和两个相关规定，从备案、风控、信披、基金合同、投顾管理、托管、外包、从业人员等方面进行了多维度规范，构建了一套较为完备的自律规则体系，形成了全方位的私募监管版图，引导私募行业诚实守信、合规运作。

在此背书下，2016年，监管部门对私募行业多方位、全维度地加强监管，监管环境日趋严格，高压监管下，鱼龙混杂的私募基金业已发生巨变，私募基金管理人也经历了大浪淘沙般的洗牌。

根据当时一家第三方机构统计显示，2016年以来，证监会组织各证监局对305家私募机构开展了专项检查，涉及基金2462只，资金规模0.9万亿元，占行业总规模的14%。此外，2016年以来，证监会对74家私募机构发出了行政处罚决定，对相关责任主体均处以相应的行政处罚。

同时，基金业协会也加大了对存在违反自律规则的机构及相关人员的管理力度。

在基金业协会过去几年的大事件中，钟蓉萨对组织基金从业资格考试给予了很高的评价："之前的基金从业人员考试挂靠在证券从业资格考试下面，随着基金从业人员报考数量逐年增加，我们也计划将其分离出来。"

但一直到2015年初，基金从业资格考试才正式从证券从业资格考试中分离出来，"新颁布的《基金法》明确了基金从业考试的法律地位"。

2014年春节前，钟蓉萨在同到协会日常拜访的时任上投摩根副总经理陈星德的交流中，萌发了为未来基金从业资格考试编撰教材的设想。陈星德毕业于中国政法大学，获法学博士学位，有着较深厚的法律功底，随后由他对接中国高校出版社，组织了书籍编撰工作。

编撰教材的目的，除了应对基金从业人员考试需求外，两人希望这本书能够在未来走入高校，成为金融专业学生的教材之一，打造中国版CFA（金融投资从业者专业资格认证）。

# 最热闹的从业考试

2016年2月5日，除夕前夕，基金业协会发布《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》，被业界俗称为“备案新规”。简单地说，若没有从业资格，投资业绩再好也是不行的。

留给私募从业者备考的时间只有不到三个月的时间。据了解，首次资格考试分为两个科目，分别为科目一“基金法律法规、职业道德与业务规范”和科目二“证券投资基金基础知识”。此前4月18日，基金业协会表示，该协会官网访问速度变慢，原因之一是57.4万从业人员在打印4月23日的准考证！

4月23日，基金从业人员资格全国统一考试在各地举行，以往不受关注的考试因为有部分明星参考，也被媒体称为“史上最热闹的一届考试”。

知名歌手，“羽泉组合”的胡海泉，在考试前一天凌晨3点3分还在挑灯夜读。他还不忘在微博上表明心情：“此刻肯定朋友圈里也有很多投资界的考友和我一样在挑灯夜读，感觉自己又回到了高考那一年。拼命地做题，重复再重复……”他还谦虚地表示：“就算这一次没成功，我和投资行业的友谊小船儿该向前还是要向前。”

中国基金业协会的网站显示，胡海泉在北京乾祥海泉投资管理有限公司担任执行事务合伙人、法人代表，而资料中“是否取得从业资格”的一栏填的是“否”。但事实上，在基金业协会的考试成绩中，胡海泉不仅相关科目考试及格，分数还在70分以上，显然，胡海泉的聪慧和勤奋派上了用场。

据媒体报道，参加首次考试的可能还有宣布息影不久的任泉，内地一线演员黄晓明和李冰冰。

据协会统计，4月23日的考试有将近8万名私募人士参加，高管科目一、科目二两门通过率为49.1%；9月增设的科目三“私募股权考试”也受到热捧，参考书籍一个月销量4.5万余册，首次报考人数7万，总体通过率53.09%。

多重监管下，私募基金业在2016年逐步走向正规化。虽经历行业洗牌、监管不断规范化，私募行业发展态势不减。基金业协会数据显示，截至2016年12月底，私募基金的认缴规模已经突破10万亿元大关，达到10.24万亿元，而公募基金在半年后才突破10万亿元大关。

被纳入新《基金法》监管范围、经受住“最强监管年”考验、逐步走上正轨的私募基金在2016年开始迎来“私转公”大潮。

在2016年5月举办的“中国私募基金业2016论坛”上，出席活动的中国证监会副主席李超肯定私募基金的发展成果，并鼓励符合条件的私募机构申请公募牌照。

随着相关条件的明确，越来越多的私募基金开始积极申请设立公募基金公司。在回访众多私募人士的过程中，关于“私转公”，他们提到最多的主要有五个方面的原因。

第一，最直观的原因是产品线扩充，除发行和管理追求绝对收益的私募基金外，还可以有追求相对收益的公募基金，产品线更加多样、丰富，甚至可以做QDII、LOF等；第二，公募基金往往体量较大，私募机构进入公募业有助于直接加大资金量，扩大公司管理规模；第三，提升公司人才使用效率，在当时已经有一些大型私募具有完善、庞大的投研团队，建立公募体系，有助于这些人才的汇聚和激励；第四，显而易见的优势是加入公募后，有助于加强公司的品牌效应，让更多的人关注公司；第五，从长远看，基金管理人可以利用公募平台引入长线资金，包括社保基金、养老金、年金等。

6月28日，中国证监会正式核准了鹏扬基金管理有限公司的设立申请。从2015年4月2日中国证监会正式受理鹏扬基金的设立申请开始，历时15个月，全国首家“私转公”基金管理公司终于诞生。

这意味着继2013年证监会颁布新《基金法》，为私募转公募确立法律基础后，完成了“从0到1”的突破，也为其他寻求“私转公”的基金公司带来了希望。

“很多人问我，做私募很好，为何要转型公募。”鹏扬基金创始人兼总经理、基金行业老兵杨爱斌回忆道，“在鹏扬投资设立之初，我就制定了公司未来发展的三步规划：第一，用三年时间把规模做到100亿元；第二，引进类PE的财务投资者，增强资本实力；第三，待时机成熟时直接或间接获得公募基金管理资格。”

在完成“私转公”之前，鹏扬投资资产管理规模已超过400亿元，累计为客户创造的绝对收益超过28亿元，是中国管理规模最大的固定收益类阳光私募基金公司之一。但在杨爱斌看来，由于私募基金严格的监管限制，鹏扬投资不能对广大的零售中小客户公开发售基金，即使是对合格机构投资者来说，私募基金由于法律身份和地位等问题也难免会受到很多限制。当时，公募基金的梦想对杨爱斌来说仍是遥不可及。

好在政策转机很快出现了。2013年12月27日，国务院在《关于管理公开募集基金的基金管理公司有关问题的批复》中，明确了符合条件的自然人可以申请发起设立公募基金公司，私募等资产管理机构在符合相关要求的前提下也可以申请公募牌照，政策大门逐步打开。时隔半年后的2014年6月13日，证监会正式发布了《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》，明确鼓励支持民营资本、专业人士等发起设立基金管理公司，怀揣公募梦的杨爱斌预感转型公募的机遇正在快速到来。

但在正式转公募之前，鹏扬投资必须清理此前400亿的私募存量业务。杨爱斌称，公司和股东、客户一家家地沟通，主动清理、关停私募产品。直到2016年6月，鹏扬基金才完全把私募产品清理完毕，并最终拿到了公募牌照。

在这之前的同年3月，由富国基金原投资总监陈继武创办的上海凯石益正资产管理有限公司也拿到了公募牌照。

---

1. 此为通俗称谓，即采用连带责任担保方式，且规定担保方拥有无条件追索权的条款。

# 第二节 2018年 连接未来

## 余额宝解锁“共赢”新模式

从2016年5月开始，基金公司的淘宝店集体下线，成为历史。

根据当时阿里巴巴的官方声明，在移动端不够发达的情况下，淘宝基金店上线成为供需双方一个很好的选择。如今，该平台已经顺利完成了网络理财入门阶段的市场教育“使命”，淘宝网基金销售业务将在5月18日全面迁移至非上市公司蚂蚁金服旗下的蚂蚁聚宝移动投资理财App上。该平台与天天基金网等第三方销售机构相同。

基金淘宝店于2013年10月左右上线。受余额宝热销带动，上线伊始，基金公司对淘宝店的营销不可谓不积极，争相购买淘宝网站内热门广告流量入口，希望杀出除了银行、券商以外的一条血路。

“基金淘宝”水土不服并不让人感到意外，金融产品的“互联网化”是一个非常复杂、独立且艰难的过程。简单的“+互联网”式营销，显然无法适应“互联网+”的思维转换过程。

判断金融产品的新渠道是否具有价值，不能仅仅看到销售平台的流量、代销产品的品质或者平台的强势性，同样需要深层次关注对客户心理与行为的判断，设计出符合客户预期的营销场景。

从未来两年第三方基金销售平台的发展趋势来看，这一当时壮士断腕的选择对阿里巴巴或者是电商业务转型较快的基金公司而言，无疑是正确的选择。

2017年6月14日，蚂蚁聚宝5.0版本更名为蚂蚁财富，并正式推出“财富号”。

“财富号”便如同基金公司版的“淘宝店+微信号”综合体，基金公司自己运营“财富号”，针对客户的疑问做出细心的解答，也可以根据蚂蚁金服提供的用户画像、营销工具等，为不同用户提供差异化信息。

根据蚂蚁财富2018年1月8日沟通会上的数据，“财富号”开放6个月来，25家基金公司在蚂蚁财富上开出“财富号”。目前，“财富号”已衍生出10大类500多个服务场景，而且逐步覆盖投前、投中、投后的各个阶段。

在开拓业务的同时，也应当注意合规与稳健。2018年3月20日，因“‘财富号’红包活动”存在以送红包方式销售基金的行为，蚂蚁（杭州）基金销售有限公司被浙江证监局问责，被要求采取改正措施。浙江证监局要求，蚂蚁（杭州）基金销售有限公司应严格对照《证券投资基金销售管理办法》等法律法规，全面开展自查自纠，进一步提高对违规销售行为的认识，提升合规管理水平，切实将投资者适当性管理工作落实到位。

在“财富号”之后，蚂蚁财富做出的另一项重要选择，是将余额宝引入其他货币市场基金。

2018年5月3日晚，余额宝宣布升级——5月4日零时起，新接入博时、中欧基金公司旗下的“博时现金收益货币A”、“中欧滚钱宝货币A”两只货币基金产品。同时，两家基金管理公司也在傍晚7点左右几乎同时发布了公告，宣布旗下部分基金新增蚂蚁基金、网商银行为其代销机构。

余额宝自2013年上线，短短五年间，依靠服务“长尾用户”，吸引了3.7亿用户，成长为全球第一大货币市场基金，其吸纳的资金主要是

普通老百姓日常购物消费的零钱，具有小额、分散的鲜明特色，并且支持谷类消费场景，如各类转账、生活缴费。

但“大也有大的难处”，《红楼梦》中王熙凤的调侃用来形容如今的余额宝一点也不为过。天弘余额宝货币基金一路发展壮大，其规模快速增长，这也导致了潜在风险的增长。为了控制规模、防范风险，余额宝从2017年开始对于申购限额一降再降，从100万元到25万元再到10万元，后又设定单日购买额度上限2万元，从2018年2月1日起，又设置了每日申购总量。

有专业人士指出，货币市场基金的兑付管理与规模之间存在“U形”关系：当货币市场基金规模较小时，抵御兑付冲击的能力较弱，风险高；随着规模的增长，基金的稳定性提高，赎回压力逐步下降，风险随之降低；但当规模超过一定限度后，赎回兑付的管理难度再次上升，风险也会提高。

面对潜在的风险，监管机构需要出手，防范潜在的流动性风险。聪明的蚂蚁金服在被动监管之前就开始自我变革。早在2017年6月，蚂蚁金服CEO井贤栋就宣布：“蚂蚁金服所积累的技术能力和产品，将全面向金融机构开放，成熟一个开放一个。”

于是，加入其他货币市场基金的余额宝解锁了“共赢”的新模式，实现了再造与重生，成为余额宝未来持续创新发展的基石。

## 养老金种子发芽前的育土

2007年，钟蓉萨遇到时任基金部主任孙杰，孙杰说：“小钟，看是否有机会出一本养老金白皮书？”这句话就像一颗种子一样种在了钟蓉萨的心中。

事实上，在最近十余年间，相关部门始终为养老金投资摇旗呐喊，并让这颗种子在中国基金业土壤中生根发芽，结出果实。

早在1991年，中国就提出将“个人储蓄性养老保险”作为与公共养老金、企业年金并列的第三支柱，并颁发了《关于企业职工养老保险制度改革的决定》（国发〔1991〕33号），要建立社会基本养老保险、补充养老保险和个人储蓄性养老保险相结合的多层次养老保险体系。

随后十余年间，养老金相关政策不断落地。1995年国务院第6号文件《关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》、1997年国务院第26号文件《关于完善城镇社会保障体系的试点方案》、2000年国务院第42号文件《关于完善城镇社会保障体系的试点方案》确立了我国养老保险体系是：国家在建立基本养老保险保障离退休人员基本生活的同时，鼓励建立企业年金和个人储蓄性养老保险，形成资金来源多渠道、保障方式多层次、社会统筹与个人账户相结合、权利与义务相对应、管理服务社会化的养老保险体系。2000年基本建立了适用城镇各类企业职工和个体劳动者的基本养老保障。2004年《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》开始实施，标志着企业年金也正式进入实施阶段。

在理论体系建设方面，2000年，由证监会牵头研究的两份报告也曾涉及养老金投资安排问题，虽然在实质性进展方面困难重重，但为结合中国金融体制实际情况进行养老金三支柱建设提供了理论参考。

其中于2004年10月完成的《鼓励合规资金入市问题研究及政策建议》明确提及，国外经验表明，养老基金的保值增值是养老保障体系发挥作用的重要基础，也是养老保障制度可持续发展的关键，养老基金投资资本市场是实现养老基金市场与资本市场良性互动，实现养老基金资产保值和增值的重要途径，是促进养老基金市场和资本市场发

展的重要措施。在我国目前的情况下，鼓励养老基金投资资本市场对于做实养老基金账户和促进资本市场投资者结构优化更是意义重大。

2006年8月，证监会机构投资者发展战略课题研究小组发布《进一步壮大机构投资者规模 加快金融体系市场化进程——促进国民经济持续稳定增长的战略选择》，其中特别提到，养老基金是金融体系市场化的重要推动力量，发展专业化管理、市场化运作的养老基金，培养资本市场最重要的机构投资者，有利于促进资本市场发展，同时为养老基金保值和增值，加快养老基金资产积累，以满足日益增长的老龄化人口未来养老保障的需要。

个人养老金改革政策框架不断清晰，但在第三支柱个人养老金投资主体上，纠结于姓“保”还是姓“基”的问题由来已久。自2009年以来，保险业就开始积极组织行业力量开展税延保险试点的配套准备工作，在产品设计、制度制定、信息平台建设等方面开展了大量研究和准备工作。

基金业协会自2012年成立以来，始终都在持续参与、推动我国养老金制度的顶层设计，重点是第三支柱个人养老账户制度建设。公募基金参与个人养老金投资的步伐在过去五年开始加快。

2015年4月、5月，国务院分别发布了《机关事业单位职业年金办法》及《基本养老保险基金投资管理办法》。10月，证监会、基金业协会以及社保理事会，到各地进行地方养老金的调研。“一天走访两个省，10天走访7个省。”对于这段时间陪同领导密集调研的经历，协会工作人员印象深刻。

11月11日，根据调研纪要及参考海外养老金研究经验，由协会牵头编写的“公募基金产品个人投资养老税收递延方案”呈到证监会副主席李超办公室，这份不超过15页的方案报告，也成为未来几年公募基金产品个人投资养老税收递延工作的重要参考。

“其中90%的内容与2018年4月发布的22号文件《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》相一致。”即便过去多年，提及这份文件，当时参与方案撰写的协会团队成员仍记忆犹新。

但从方案提出到最后22号文件出台之间的三年，公募基金成为个人税收递延型养老产品标的之路并不平坦。

钟蓉萨介绍到，过去三年，推动公募基金进入养老金第三支柱投资体系成为基金业协会最重要的工作任务之一，“证监会机构部主任沙雁和副主任林晓征牵头养老金协调小组，协会层面也有养老金专业委员会，养老金工作组和秘书组，为公募基金进入养老第三支柱投资体系保驾护航”。

一个不为人所知的细节是，在推动公募基金产品成为个人税收递延产品范围内的过程中，证监会高层领导曾三次亲自执笔，写信给相关国务院副总理，陈述公募基金参与第三支柱个人养老金建设的重要性和必要性。

公募成为第三支柱个人养老金投资主体，基金业协会专业力量的支持同样必不可少。

2016年，基金业协会就向相关政府部门提交多达26份养老金主题的研究报告，每份报告均不少于4页，质量和口碑均得到了高层领导的认可。

2016年3月，国务院发布《全国社会保障基金条例》，中国人民银行等五部委发布了《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》。2016年6月，人力资源与社会保障部分别就《企业年金规定》、《职业年金基金管理暂行办法》向社会公开征求意见。

随着一系列顶层制度的发布，进入2016年，有关个人养老金体系的建立以及基金行业在其中的作用开始明确，从业人员开始憧憬行业未来发展空间。

《21世纪经济报道》在2018年7月发布的《养老金第三支柱元年白皮书》数据显示，截至2017年年底，我国60岁及以上老年人2.41亿人，占总人口17.3%。预测到2050年前后，我国老年人将达到峰值4.87亿人，占总人口的34.9%。

另一组来自中国基金业协会的数据同样值得关注。2015年，中国居民储蓄存款55万亿元，2022年，这一数字有望突破80万亿元。全国城镇居民人均可支配收入36396元，是1979年的90倍，年均复合增长率为12.72%。由于缺乏机制引导，财富大量被房地产投资等超前消费，养老金积累和长期投资发展迟缓。

不可忽略的事实是：养老金支出面临巨大压力，近10年来，基本养老缴费与支出缺口逐年增大，“收不抵支”，财政补贴逐年增长。

“人口老龄化的高峰正在迫近，中国没有太多犯错的机会。”多位公募基金界的专业人士在“中国养老金融50人论坛”等多个场合表达了担忧。

董克用，中国人民大学教授，是国内知名的养老体系建设方面的专家，由他发起的“中国养老金融50人论坛”连续举办三年，已成为搭建政界、学界和业界之间桥梁的重要发声渠道。

过去三年，在该论坛上关于养老金投资姓“保”还是姓“基”的问题不断被提及和讨论，而基金业协会作为公募基金代表，几乎每场论坛必参加，为公募基金进入第三支柱养老税收优惠体系据理力争。

钟蓉萨认为："制度设计本身，这种顶层设计，在我国非常关键的时期，不能走弯路，要选择更好的道路，未来实现个人选择权的时候，大家能够从一开始就选到更好的产品。"

她强调："我国未来税收优惠不应该落到某一个行业，或者某一个产品，应该落到个人账户，落到个人账户上的税收优惠可以让大家去买不同的产品。"

从2017年下半年开始，基金在养老金第三支柱中扮演的角色越发重要。无论是保监会，还是证监会，都意识到唯有协同合作，才能将中国第三支柱个人养老金投资的蛋糕做大。

## 中国版IRA破土而出

2016年6月7日，"2016青岛·中国财富论坛"召开，李超在论坛主旨发言中特别对公募基金在财富管理行业的贡献给予肯定："居民理财需求持续提升，为公募基金发展奠定了坚实基础。提高直接融资比重、发展多层次资本市场为公募基金提供了巨大发展空间。社会保障体制改革全面深化将为公募基金发展带来新的动力。"

在本次论坛会后，相关领导要求基金业协会研究FOF及REITs（Real Estate Inrestment Trusts，房地产投资信托基金）等公募另类资产的产品推进方案。

此后，由证监会机构部主管领导牵头，基金业协会召集相关人员于6月13日提交了FOF产品的可行性研究报告。6月17日，证监会正式发布《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引》，公开征求意见。

在此之后，在证监会机构部副主任吴孝勇等推动下，被誉为养老目标基金投资雏形的FOF产品推进开始加速。

9月23日，证监会发布并实施《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引》，对基金中基金的定义、投资范围、收费模式、信息披露要求、人员设置、主体职责等方面内容均作了详细规定。

10月21日，基金业协会发布《关于基金中基金（FOF）的基金经理注册登记有关事项的通知》，对公募FOF基金经理的任职要求做出了详细说明。从10月24日起，机构可以在人员系统中办理FOF的基金经理考试预约、注册和变更等相关事宜。一周之后，首批FOF基金经理资格考试举行。

11月29日，监管部门开始正式接受公募FOF产品申请。12月6日，首批22只FOF产品申报并获受理。

9月6日，中国证券投资基金业协会养老金专业委员会成立会议暨第一次全体会议举行。养老金专业委员会由来自公募基金、私募基金、证券资管、保险资管、银行托管及基金销售部门的22名高级管理人员组成。委员会的主要职责包括：组织开展养老金研究，推动养老金学术研究进步和应用；代表行业建言献策，推动构建完善的第三支柱养老金体系；持续开展投资者教育，提升民众的养老金规划和投资管理意识；推动行业提升养老金投资管理能力，推动养老金投资资产的多元化，培育专业人才，构建养老金投资管理的专业生态。

在此次会议上，中国证监会副主席李超透露当前正处于我国养老金顶层制度设计的关键时期。他认为，随着我国老龄化社会的到来，建立养老金第三支柱刻不容缓，各方共识正逐步达成。公募基金已成为养老金投资管理的主力军，要在第三支柱的建立过程中发挥应有的作用。

“委员会应从养老保障大局着眼，以为人民服务的情怀、对历史负责的担当，多思考‘我们能为养老金做什么’，而不是‘养老金能为我们带来什么’，立足国情，深入研究，积极为养老金制度的完善建言献策。”李超寄语道。

中国基金业协会会长洪磊也在会上重点提到协会组织设立养老金专业委员会的初衷：意在主动融入国家养老金制度改革进程，推动完善第三支柱养老金体系。协会将组织行业共同建设“基础资产—集合投资工具—大类资产配置”的资产管理生态，全力促进养老金保值增值，尽心尽力管好老百姓的养老钱。

基金业协会养老金专业委员会成立会议刚刚落幕的第二天（9月8日），首批6只公募FOF产品正式获批。南方、华夏、嘉实、建信、泰达宏利、海富通有幸成为历史的见证者。时间刚好一年，这是自2016年9月11日证监会公布《公开募集证券投资基金运作指引第 2号——基金中基金指引》以来，公募FOF的真正落地。

FOF获批和成立之后，养老金政策的密集落地，预示着中国版IRA（Individual Retirement Accounts，个人养老金账户体系）的建立正当其时。

12月6日，全国社会保障基金理事会发布公告称，根据《基本养老保险基金投资管理办法》和全国社会保障基金理事会相关评审规定，评出21家基本养老保险基金证券投资管理机构。其中公募基金有14家，包括博时基金、大成基金、富国基金、工银瑞信基金、广发基金、海富通基金、华夏基金、汇添富基金、嘉实基金、南方基金、鹏华基金、易方达基金、银华基金、招商基金。

社保资格、企业年金资格、养老金资格被市场视为三大养老基金业务资格。截至本书出版前，同时获得这三大养老基金业务资格的公募基金公司仅有博时基金、招商基金、富国基金等10家。

2018年3月2日，中国证监会正式发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，其中明确了养老目标基金应当采用FOF的形式，投资策略上应当采用目标日期策略或目标风险策略，并根据封闭期的长短，设置相应的权益资产投资比例。

不为人知的细节是，在最早的《养老目标证券投资基金指引（试行）》制定过程中，监管机构对基金管理人及底层资产的所选类别有较为严格的限制，但在基金业协会的努力下，监管机构放宽了相关资格条件。

“我们讨论了很久，最终决定鼓励更多优秀的公募基金管理人参与到养老目标基金业务中来。”钟蓉萨解释道，“协会始终不遗余力地推进养老金投资业务，也是希望在多层次的交易体系中，培育好买方市场，这其中不仅是公募基金，也包括风险承受能力较低的普通养老投资者，让更多老百姓分享中国经济增长的红利。”

根据证监会发布的指引说明，养老目标基金具有以下特点：一是在发展初期主要采用FOF形式运作，通过在大类资产和基金经理两个层面分散风险，力求稳健；二是采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险，力争获得长期收益；三是设置封闭期或投资者最短持有期限，避免短期频繁申购赎回对基金投资策略及业绩产生影响；四是鼓励基金管理人设置优惠的费率，让利于民，支持投资者进行长期养老投资。

4月12日，财政部、税务总局、人力资源与社会保障部、中国银行保险监督管理委员会、证监会联合发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》。

这一通知也让中国基金业看到了未来20年行业发展的巨大潜力。

《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》确定，自2018年5月1日起，在上海市、福建省等地实施个人税收递延型商业养老保险试点。对试点地区个人购买符合规定的商业养老保险产品的支出，允许在一定标准内税前扣除，账户资金收益暂不征税，个人领取商业养老金征税。

“试点结束后，根据试点情况，结合养老保险第三支柱制度建设的有关情况，有序扩大参与的金融机构和产品范围，将公募基金等产品纳入个人商业养老账户投资范围，相应地将中登公司平台作为信息平台，与中保信平台同步运行。”

养老金制度安排的密集出台，旨在加强顶层制度设计，构建多层次养老保障体系，加强养老金投资管理，促进养老金保值增值。自出任证监会副主席以来就一直致力于推动养老金第三支柱投资的李超对此理解颇为深刻：“养老金事关国计民生，制度设计应充分借鉴国际先进经验，立足长远，稳步前行，防止政策走偏。”

上述《养老金第三支柱元年白皮书》数据显示，截至2017年12月31日，基金公司受托管理基本养老金、企业年金、社保基金等各类养老金1.5万亿元，在养老金境内投资管理人的市场份额占比超过50%，总体上收益良好。社保基金自2001年以来的年平均收益率达到8.37%，企业年金自2007年以来的年平均收益率达到7.57%。

中国公募基金过往令人印象深刻的投资回报数据，较养老型保险产品收益明显，将成为未来吸纳养老金投资的主导力量。

在《养老目标证券投资基金指引（试行）》和《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》发布之后，各大公募基金公司自4月份始陆续提交养老目标基金的申报材料。截至5月31日，已有26家公募基金公司向证监会提交了合计53只养老目标基金的申请材料，其中20只基金产品5月11日已获得第一次书面反馈意见。

最新当选为基金业协会养老金委员会主席的窦玉明谈及公募基金在未来养老金投资的担当时，认为公募基金既要做好养老目标基金底层资产的管理工作，努力获取长期的超额阿尔法收益，同时也需要提升资产配置能力，与投资者的年龄风险偏好匹配。“养老金是真正长期的资金，它会反作用于基金经理认真把长期价值投资理念根植于日常管理工作中”。

2018年8月，首批14只养老目标基金获批问世，根据制度安排，预计从2019年5月起，公募基金将被纳入第三支柱养老金的投资范围，钟蓉萨从协会角度对公募行业未来养老金业务发展寄语了三大期许：一是要不断提升投资管理能力，切实把基金投资的好收益变成投资者的好回报；二是希望行业要严格坚持控制风险的底线，科学管理业绩波动，切实提升养老金的风险管理能力；三是坚持从参与者的角度出发，强化投资者教育，便利投资者参与。

基金行业应当持续开展投资者教育，调动个人参与的积极性，根据投资者的需求提供更丰富的投资选择和服务，为投资者建立全生命周期的养老金管理计划。

## 资管新规下的公募与私募之变

2018年4月28日，中国人民银行、银监会、证监会、保监会和国家外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，重点规范了当前各类理财产品中普遍存在的刚性兑付、资金池运作、多层嵌套等问题，在资管新规的精神指引下，未来理财产品将向净值化、打破刚性兑付、投资资产透明化和标准化等方向发展，而公募基金作为当下运作机制最为规范的一类资产产品，起到了标杆作用。

正如中国银河证券首席经济学家刘锋在接受媒体采访时表示的，随着资本市场治理环境进一步完善、基金公司管理水平及服务能力进一步提升，在资管新规实施的政策背景下，市场和监管环境的变化将给公募基金行业发展提供巨大机会。

行业也担忧，由于不同行业所持资源秉性不同，相同性质的资管业务或产品的监管环境存在差异等，公募基金行业也可能将面临更大的竞争压力。

资管机构产品的刚性兑付由来已久，业内甚至调侃称，“在刚性兑付没有被打破之前，专业是不值钱的”。但此次新规要求，金融机构对资管产品实行净值化管理，打破刚性兑付。

金融机构发行资管产品的资质应当由具有托管资质的第三方机构独立托管，对各类资管产品也应做好详细的信息披露要求，这些要求对公募基金资产管理行业有着特殊意义。

以净值管理为例，金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。相较之下，公募基金过去20年在资管新规的大部分规定上设定了严格的要求，可谓“新规不新”。

公募基金不仅需要严格遵循净值管理要求，而且每只公募基金都是单独管理、单独建账、单独核算，同时，基金公司还被禁止以明示或暗示的方式向投资者承诺收益，这就意味着，公募基金资管行业关于净值化管理的行为准则也将成为未来整个资管行业的行为准则。

当市场的跑道变得合规，公募基金作为金融资产的“模范生”得到了更多投资者的认可和支持，未来的发展自然被看好。

相较于影响较小的公募基金行业，资管新规对私募基金行业影响更大。中国证券投资基金业协会数据显示，截至2018年4月底，已登记的私募机构2.36万家，备案的私募基金7.25万只，管理资产规模12.48万亿元。管理规模与公募基金不相上下。

首先，从投资门槛上，资管新规向上穿透了合格投资者。

资管新规特别指出，资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。其中合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于100万元且符合相当严格条件的自然人和法人或者其他组织。

其次，资管新规对于私募股权基金的产品设计和交易结构的限制也会对行业产生长期而深远的影响。

让私募机构印象深刻的是新规规定，“重点针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题，设定统一的标准规制，同时对金融创新坚持趋利避害、一分为二，留出发展空间”，“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”等。

此前市场上常见的“银行理财+私募基金”、“保险资管+私募基金”、“非金融机构+私募基金”等模式都将遇到挑战。

最后，资管新规向下同样穿透了底层资产，这也意味着私募股权基金资金池运作被禁止。

资管新规明确“实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）”，“为降低期限错配风险，金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品期限不得低于90天。资产管理产品

直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”。

资管新规影响大资管行业的方方面面。新规颁布不久，5月20日，第四届（2018）全球私募基金西湖峰会开幕，基金业协会会长洪磊出席会议并发表讲话。他认为，在优化私募行业制度环境方面，当务之急是推动《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》配套规则尽快落地。

在短期内《基金法》难以修改的情况下，应当加快私募基金条例出台，对私募基金进行明确界定，对投资业务和融资业务进行有效区分。长期来看，应当在《信托法》、《基金法》框架下对各类资产管理业务正本清源，实现全社会资产管理规则统一。应当加快研究重塑资本市场税收体系，建立公平、中性税负机制，促进长期资本形成，服务实体经济创新发展。

未来，结合直接融资快速发展的宏观背景，各基金公司根据其自身特点和优势，将呈现差异化、专业化的发展态势。

不少私募基金认为2018年出台的资管新规将对过去几年高速发展的私募基金行业产生一定的缓冲作用。但他们相信，从长远来说，随着统一监管、穿透式监管的持续，资管新规和过去几年一系列私募规范管理办法的出台将让行业健康有序发展。当下注册备案的私募基金多达数万家的情况将不会成为常态，未来市场会逐步淘汰问题私募，真正具有专业投资能力和规范操守的私募基金管理人会脱颖而出，整个行业都将进一步得到规范，抵御风险的能力会更强。

其实，无论是资管新规，还是之前监管部门一系列促使行业回归本源的措施，都是在间接重构行业的生态文化、基本准则。

正如中国证券投资基金业协会党委书记、会长洪磊所呼吁的，要在金融机构层面构建统一的信义义务规范，通过卖者尽责、买者自负，实现金融资产公平、合理定价，彻底摆脱金融活动中对股东信用、原始权益人信用的过度依赖，重构金融市场信用博弈体系，建设深入人心的信义文化。

所有通过募集设立的资产管理产品，都应当以信义义务为根本要求，所有基于受托关系开展的金融活动都应当履行信义义务。

在2018年9月的一次演讲中，洪磊再次强调，信义义务是基金行业的灵魂和根本。所谓信义义务，是指将投资者的利益置于自身利益之上的一种积极尽责义务，正如“希波克拉底誓言”要求医生认真对待生命一样，基金管理人、托管人和相关服务机构应当忠实于投资者利益，恪尽谨慎勤勉之责，不能将自身利益置于与投资人利益相冲突的位置，更不能为自己或第三人利益而损害投资人利益。

# 展望未来

从1998年到2018年，20年，在历史长河中，只是弹指一瞬。然而对于基金业来说，却是一路栉风沐雨、跌宕起伏。有些事情的发生，在当时可能并未留下很深的印记，时过境迁再回首，个人的经历、机构的轨迹、行业的方向可能就在那一刻无意中形成。一部基金业成长的历史，就是这样在过去凝望着我们，指引着我们继续稳步前行。

我们欣慰地看到，今天的基金业，虽历经磨砺，却始终朝气蓬勃，还有着20岁的年轻人少有的成熟和坚韧。在多层次资本市场建设体系的构建中，基金已经成为证券市场、金融领域乃至国民经济和社会生活各个层面都不可或缺的重要组成部分，成为服务越来越多投资者和家庭的、具有普惠金融特性的重要投资工具，成为我国养老金资产保值增值的首选投资管理专家，成为上市公司股票价值的发现者，成为企业和公司完善法人治理结构的推动力量，成为机构投资者的重要代表，亦成为资产管理机构对外开放的先遣队和排头兵，为建设我国现代金融体系、支持实体经济发展都做出了重要贡献。

如今，20年再回首，作为一名基金从业者，我在充满了自豪和骄傲的同时，更多的是期待和向往。

第一，基金业富有永续发展的生命力。这股强劲的生命力源于公募基金从行业创立初期，就戴上了“先立法、后试点”的帽子，具有浓烈的顶层设计色彩。证券投资基金不仅成为我国资产管理机构组织架构和业务运营的典范，更是引领未来大资管行业能够行稳致远的重要依托和保障。

首先，1997年11月14日国务院颁布的《证券投资基金管理暂行办法》是行业最早规范证券投资基金的里程碑式行政法规，不仅奠定了行业后续发展的所有法律法规的法理基础，还对至今仍然行之有效的公募基金各个方面业务活动的操作规则进行了详尽规定，对行业能够一直稳健发展贡献巨大。而2004年6月1日开始实施的以《基金法》为核心的“一法六规”法律法规体系，则在《证券投资基金管理暂行办法》的基础上，将行业在社会经济生活中发挥的作用推上了新的高度和层次，用法律形式确立了基金业的社会属性和地位。这些卓越的制度极具前瞻性，过去、现在乃至未来相当长一段时间都将深刻影响大资管行业的发展。具体而言，主要体现在以下方面。

基金资产保管与投资管理相分离的双重法定受托人制度塑造了整个大资管行业的架构，完善的信息披露规范体系令基金运作更加透明，杜绝了挪用资金、卷款跑路的风险，使基金业成为信托关系落实最充分、最深入人心、最得到投资者信任的行业，使券商资管、银行理财、私募基金以及第三方理财机构等后来者不得不仿效，也因此使得我国资管行业与境外成熟市场相比具备了鲜明的中国特色。

基金从业人员资格准入、“诚实信用、勤勉尽责”的职业操守、严格科学的估值标准、净值定价制度、投资比例限制、研究股票池的建立等操作规则的制定，从法规层面落实了基金管理人的忠诚与专业义务，促进了专业、理性、科学的投研文化形成。经过多年的积极探索、不懈努力与反复实践，公募基金用最有说服力的投资收益结果交出了一份令投资者满意的答卷：根据基金业协会的统计数据，20年来，公募基金偏股型基金年化平均收益率16.5%，超过同期上证综指平均涨幅10.5个百分点；债券型基金年化平均收益率7.2%，超过现行3年期定期存款基准利率4.4个百分点。用不容置疑的事实从根本上改变了我国证券市场早期弥漫和充斥着“博消息”、“坐庄”等投机心理和行为的现象；客观上发挥了机构投资者稳定市场的重要作用；引领了证券市场先进投资理念的形成。“科学投资”、“理性投资”和“价值投

资”的投资理念获得市场普遍认同，成为整个大资管行业投研文化的核心原则。

在学习境外成熟市场经验的基础上，基金业20年前率先提出了合规风控理念，引入、制定并实施了内部审计、风险控制、监察与稽核等制度。正是基于对监管与自律的高度重视，公募基金一直稳健前行，没有发生过其他金融机构曾经出现过的系统性风险，没有动用过一分的国家资源和力量进行救助和补偿，这在世界范围内都非常难得和可贵。

结合当时的市场发展阶段和形势，基金业用法律规定的方式确立了基金公司治理的制度框架，明确了股东会、董事会、监事会和经营管理层的职责权限与议事规则，确定了“持有人利益优先”的原则，隔绝了潜在不当关联交易和利益输送，确保了基金管理人能够独立运作。时至今日，基金业的公司治理架构仍然让许多同类资管机构的同行羡慕，这也是投资人之所以更信任基金公司的重要原因。

基金业率先确定并持续实施的基金从业人员资格准入以及持续培训教育制度，培育和成就了一大批专业从业人员，20年来在大资管领域的各个机构里开枝散叶。每一次资管行业面临重大发展机遇的时刻，我们都能看到基金从业者的身影，他们在资管行业的各个领域引领着投资管理、市场营销、后台运营、合规风控等各个业务层面的文化和实践，公募基金公司因此当之无愧地成为我国资管行业的“黄埔军校”。

值得一提的是，2012年，《基金法》完成了重大修订。修订后的《基金法》进一步优化了行政监管机制，强化了行业自律，强调了展业机构及从业人员的信义义务，全面加强了基金持有人利益保护力度。更为重要的是，立法机构顺应了资管行业的发展需要，历史性地将私募基金纳入了法律调整范围，私募基金从此有了合法的存在方式。截至2018年9月30日，私募证券投资基金管理人近9000家，管理资

产规模2.39万亿；私募股权、创业投资基金管理人也达到14561家，管理资产规模分别达到7.52万亿和0.82万亿，与公募基金一道，成为大资管行业机构投资者队伍不可或缺的力量和有益的补充。

自1997年《证券投资基金管理暂行办法》颁布以来，整个资管行业陆续已有近百个规章和规则及时出台，鲜明的制度优势将基金塑造成最规范、阳光的资管行业代表。“千磨万击还坚劲，任尔东西南北风”。在瞬息万变的金融市场，基金业在竞争激烈的财富管理蓝海中，凭借着高起点的制度优势，依靠真刀实枪的投资能力厮拼，成就卓著。随着我国经济体制改革的不断深化，多层次的证券市场不断建设成长，资管行业的未来发展空间更为广阔，使命更加重大。我们有理由相信，作为大资管行业制度的创始者和践行者，基金业有充分的制度自信和投资文化自信，将继续引领“资管新规”下的大资管行业向着光明的未来稳健前行。

其次，20年来，基金业始终是中国资本市场和资管行业对外开放的先行军，兼容并蓄的心态从未改变，国际化的视野从未转换，创新突破的脚步从未停歇。

毋庸讳言，20年前，公募基金就是个“舶来品”。行业初创期几乎所有的顶层设计都是充分借鉴中国香港、中国台湾、美国等成熟市场数十年乃至百年的先进经验而成。早期成立的国泰基金、南方基金、华夏基金等“老十家”基金公司所写就的管理理念和运作规则，有的就是直接从同行那里照搬而来的。

回顾过往，基金业每一次重大创新都是直接借鉴成熟市场经验或中外合作开发的结果。国内首只开放式基金、ETF基金等众多开创性的基金产品都有成熟市场最优秀的资管公司作为顾问。基金产品由1998年仅有的5只封闭式股票基金发展到2018年初的接近5000只，全行业在20年间不断自我驱动和创新突破下，完成了由对海外基金产品的简单复制、模仿到结合我国市场实际进行修改完善，再到如今基本做

到了与国际产品设计潮流同步，并形成了具有鲜明中国市场特色的创新。

与大资管行业的其他同类金融机构相比，基金公司还是国内资本市场中对外开放的先行者。在“立法先行”的原则指导下，从2002年中国第一家合资基金公司招商基金诞生到现在，短短16年，中外合资基金公司已达45家，占我国基金公司总数的近40%。合资基金公司的外资股东引入了海外先进的投研管理经验和风控合规实践，尤其是“以人为本”的管理理念的务实运用，影响和改变了很多中方传统股东的观念，促进了基金业良性竞争生态环境的形成。也从一开始，就奠定了基金公司吸引人才的绝对优势。

2002年，QFII制度推行，合格的境外投资者获准在中国证券市场投资，内地基金管理公司开始以投资咨询顾问的身份参与QFII资金的投资管理工作。2007年，4只QDII基金扬帆出海，国内基金公司主动开启了海外征程。这些年来，公募基金没有一刻停歇过对外开放和“走出去”、“请进来”的脚步。2014年沪港通开通，2015年内地与香港基金互认实施，2016年深港通启动，2017年债券通推出，2018年沪伦通的突破进展……这些具有里程碑意义的制度建设，推动基金业勇立潮头，持续进行产品与业务创新，既为我国资本市场的对外开放做出了积极贡献，又为广大投资者进行海外资产配置提供了专业服务和渠道。

最后，强大的制度优势保证了基金业在养老金资产保值增值的使命呼唤下，具有其他资产管理机构所不具备的竞争优势，对我国养老金事业的发展做出了重要贡献。

基金公司是最早获得养老金管理资格并开展投资运作的机构。规范、透明的运作机制，科学理性的投资理念，安全、稳健、长期、责任的投资风格和出色的风险控制能力是公募基金被以全国社保理事会为代表的养老金资产委托人认可的核心优势。目前，基金公司作为全

国社保基金最主要的委托投资资产管理人，在18家管理人中占16席，管理了超过40%的全国社保基金资产；在11家拥有全国社保、企业年金及基本养老保险投资委托管理人资格的全牌照机构中，有10家是基金公司；截至2017年年底，基金公司受托管理各类养老金超过1.47万亿元，约占委托专业资产管理机构投资养老金的60%。社保基金自2001年以来的年平均收益率达到8.37%，企业年金自2007年以来的年平均收益率达到7.57%，这其中，基金公司一贯秉承的责任、长期、价值的投资管理理念得到了充分体现，在养老金保值增值方面功不可没。

第二，正是源于“先立法、后试点”、国际化、制度化的监管原则和市场实践的完美结合，基金业在过去20年里一路成长，实现了行业创设者的初衷，在不断突破自我的同时，充分发挥了机构投资者的作用和能量。

20年前，基金的诞生宛如一股清流，在不知不觉中改变了我国证券市场的投资者结构和证券投资理念，在几次金融危机、2005年股权分置改革、2015年股市巨幅震荡等资本市场重大事件发生的时候，以基金公司为代表的机构投资者发挥了“定海神针”的作用，成为维护金融和资本市场稳定的中坚力量。与此同时，随着国家大政方针的出台和证券市场的不断提升发展，基金业积极探索，从环境、社会和公司治理的角度出发，全面考察上市企业的公司治理结构、社会责任履行以及行业定价标准的科学性和真实情况，将责任投资纳入投资决策的重要参考因素。通过投资那些优秀的行业和企业，基金有效地引领社会资本流向国家倡导的行业和企业，服务了实体经济，促进了经济转型和资本市场的健康发展。

随着公募基金的茁壮成长，我国资产管理行业的土壤也日益肥沃，基金业也从20年前仅提供公募基金产品，逐步形成包括公募、私募、专户理财、基金子公司在内的全方位业务链，基金公司、证券公

司、期货公司、私募基金、保险和银行资管等管理机构在不断开花竞放、蓬勃发展，公私募理财产品不断丰富，专业化分工日趋合理和完备，可供投资者选择的多层次投资管理工具体系基本形成。为不同财富水平、风险偏好、期限偏好、收益目标的投资者提供多资产配置服务，特别是跨生命周期和经济周期的资产管理能力已初步具备。2018年8月，我国首批公募养老目标基金获批发行，基金投资管理进入多元化资产配置的新时代。基金业正在迈向更为广阔的泛资产管理领域，帮助各类投资者分享中国经济腾飞的成果。

第三，基金作为目前投资门槛最低的大众理财工具之一，已经成为广大中小投资者除银行之外最大的投资渠道，是A股市场最主要的专业机构投资者，是普惠金融的实践者和推动者。

从第一只合格规范的证券投资基金诞生之日起，基金就凭借低门槛、多样化、小额账户管理经验丰富、运作规范等特征满足了老百姓投资理财和个人养老储蓄的需求，为广大的中小投资者提供了专业的资产管理服务与渠道，推动了互联网基金、普惠金融的大发展。基金既是国家大力倡导的普惠金融的重要实现方式，也早已成为大众理财的主要投资工具。20年来，基金业亦从未停止过为更多普通投资者的资产保值增值的追求，类似货币市场基金等基金产品的不断创新，给千千万万工薪阶层带来了极大的投资便利，使得基金更加普及化、大众化，影响了银行、信托、证券等其他资产管理机构面向普通投资者提供财富管理的服务意识和水平。以证券投资基金为例，截至2017年年底，公募基金已经为4.2亿的有效个人投资者账户提供理财服务；13亿中国人，平均约3人中，就有一个是基金持有人；自第一只开放式基金成立至2017年，行业为投资者累计分红1.71万亿元，偏股型基金年化收益率平均为16.5%，债券型基金年化收益率平均为7.2%。正如范勇宏在《中国公募基金20年巨变与思考》一文中所言，“货币基金、养老金、企业年金等基金产品惠及万众，让无数普通人享受了金融服务的公平，这样的普惠金融更有社会意义”。

而证券公司与基金子公司的私募资管业务、私募基金、信托公司的专项资管计划、保险和银行等资管业务的崛起，从居民多元化投融资需求出发，从实体经济创新、产业结构的需要出发，在社会财富管理中正在发挥越来越积极有效的作用，正在成为资本形成的重要通道、直接融资的重要渠道，并且与证券投资基金一道，形成和壮大了我国资本市场机构投资者队伍，是普惠金融的有益补充，更促进了产业升级和新经济发展，在服务实体经济和资本市场健康发展方面发挥了积极作用。

特别需要指出的是，在服务大众、为普通投资者创造投资价值的同时，基金业没有忘记回馈社会、承担企业公民的责任。据不完全统计，全行业目前有11家公司设立了专门的基金会，9家公司设立了专项基金，2010年以来开展公益慈善项目1317个，资金投入超过3.6亿元。在大资管行业众多机构中，基金业也是首屈一指的社会责任担当者、慈善公益活动的倡导者和践行者。

20年，在人生长河中正值芳华妙龄，在基金业身上，却是磨砺和成就共存。截至目前，公募基金资管规模实现了从40亿到12.17万亿的大跨越，为投资者分红1.7万亿元；公募基金公司总资产规模约为1380亿元，净资产约为1061亿元，从业人员超过7.2万人，这些数字是行业的创设者当初无论如何都无法想象的。我们用20年的时间就走完了境外同行近百年才走完的路。国家立法和监管机构的顶层设计、优越的制度优势、所有基金从业者的共同努力、时代和市场所给予的机遇共同促成了基金业韶华绽放的今天。雄关漫道，基金业走过了20年，千帆过尽，往事并不如烟。俯仰之间，社会前进的脚步一刻没有停歇，未来已来，行业的大变局已经悄然而至。

根据美国投资基金协会的最新数据显示，我国的基金业虽然取得了长足的令人瞩目的成就，但在全球投资基金资产总排名的前十名中，美国一家独大，占据了46.3%的份额，中国则排在几个欧洲国家

后面，位列第七，不到4%，不论从相对排名还是绝对数量上，我们与发达市场相比尚有明显差距。从全球视野看，在近年来全球化的经济浪潮不断受到挑战的大背景下，资产管理行业不可能独善其身，不可避免地要面对全球财富流动改变的的压力；从国内形势看，刚刚颁布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》拉开了重塑资管行业的帷幕，行业生态和竞争格局的改变已经开始。基金业既受到严峻考验，又迎来了重大历史机遇。展望未来，在党的十九大精神引领下，金融领域和资管行业要坚持回归本源、脱虚向实，基金业只有牢牢把住行业上升前进的核心本质，看清社会变迁的趋势，不忘初心，以服务实体经济、防范金融风险、发展普惠金融为目标，才能在多层次资本市场体系中更为全面、主动地发挥机构投资者功能，行稳致远，实现基业长青。

为此，基金业要做到以下几点。

第一，顺应新时代新经济热潮下我国社会的转型，满足广大人民日益增长的美好生活需要，随着时代的脉搏跳动，更加积极努力地投身到多层次资本市场的建设中来。

习近平总书记在十九大报告中指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。站在新的历史起点，这一要求正是基金业坚定不移的发展方向。

多层次资本市场是经济要素市场化配置的重要平台，是实现金融服务实体经济的最有效率、最公开透明的优选途径。目前，我国已经初步形成由主板、中小板、创业板、新三板、区域性股权市场组成的多层次市场体系，交易制度逐步完善，投资和交易品种不断丰富。在推进这一体系建设过程中，基金业作为专业的机构投资者，一直以来都是资本市场最有活力和效率的组成部分。截至2017年底，基金管理

公司各类产品投资股票近2.83万亿元、投资债券6.6万亿元，市场占比分别约为5%和13%，增长空间巨大。未来，基金管理公司、私募基金、创业投资基金和各类股权投资基金要更加聚焦关注科技动向、产业发展趋势、企业家精神，发现具有竞争优势的企业，引导更多的资金有效流入企业和个人创新创业活动，为资本市场提供源源不断的“活水”，不断增强基金业支持实体经济和服务民生的能力。同时，通过自身影响力，引导市场理性投资、价值投资，优化市场资源配置，加快产业升级，助力供给侧结构性改革。

第二，创新是人类社会永续发展的驱动力，而金融与科技的完美结合为资管行业的创新提供了源源不断的实现手段和低成本高效率的实用工具。基金业要张开双臂，积极拥抱人工智能、区块链等新技术给行业带来的挑战和创新机会，有效提高客户服务水平，更好地将“一切从投资者需求出发”的愿景落到实处。

克莱顿·克里斯坦森在《创新者的窘境》中指出，颠覆性的创新很少是来源于现状的：“你要么颠覆它，要么等别人将你毁灭。”正因如此，基金业从创立伊始，就没有停止过创新的步伐。从“余额宝”、“理财通”等传统基金业务与互联网科技手段结合的产品创新，到利用多种AI技术获取市场情绪数据，作为量化模型的重要因子，或成为证券投资决策的辅助手段，到广泛应用人工智能客服系统，到基于大数据的客户画像，进行精准获客、有效互动、投资者适当性管理，到通过客户行为特征预测客户的赎回行为，帮助基金公司进行流动性风险管理，到利用大数据和人工智能技术提升投研能力、布局创新产品……基金业的每一个业务环节都可能因科技的进步和运用，催生新的资管功能的实现，帮助基金业进一步提升管理水平、运营效率和风控能力，颠覆传统的运营模式，产生新的行业机遇。

在2018年9月的世界人工智能大会上，习近平总书记在贺信中指出：“新一代人工智能正在全球范围内蓬勃兴起，为经济社会发展注入

了新动能，正在深刻改变人们的生产生活方式”。基金业要想顺应时代的潮流，真正驾驭金融科技，就需要基金公司具备长远眼光，及早加大相关人员、财力和技术设施的战略布局和投入，要保持行业20年来发展始终秉承的奋斗者精神，勇于突破自我和不断更新迭代。

第三，进一步持续稳妥推进基金业的对外开放，早日成为全球资本市场的主要参与者，为改革开放助力，为投资者多元化资产配置提供更优质的服务。

正如前文所述，基金业一直以来都是我国资本市场和大资管领域对外开放的先行者。近年来，基金业对外开放的步伐正在加速。在“请进来”方面，2017年中国证监会宣布国内基金公司外资持股比例放宽至51%，三年后投资比例不受限制。截至2018年6月，已经有10 多家外商独资私募证券投资基金管理人注册并备案，国际领先的资产管理公司富达、贝莱德等已经发行了第一只产品，从投资策略、费率结构到客户服务能力等方方面面挑战着国内同行，资产管理行业的竞争格局将随着对外开放进程的深入而发生改变。在“走出去”方面，截至目前，境内的资产管理机构除了在海外设立分（子）公司，承担一定的品牌推介、信息收集、客户维护功能以外，只有个别的基金公司、保险资管公司能够在发达资本市场发行以被动指数产品为主的公募产品，或者开展小规模的专户投管咨询业务，全球资产配置的投资能力还没有形成，人才队伍和投资文化建设刚刚开始，尚谈不上以海外资产配置为主的资产规模和全球资本市场的影响力，没有影响力就没有定价权，为投资者提供个性化、多元化投资服务也还在努力实现过程中。要改变这种局面，需要依托投资者的需求，需要积极的市场教育，还需要基金公司股东和管理层的国际视野、长远眼界和使命感。

第四，回归行业本源，不断完善合规风控体系建设是基金业永葆青春的根本保障。

虽然市场形势瞬息万变，但是投资者财产保值增值的需求是永恒的。如何在变化中合法合规地满足投资者财产收益的要求，从来都考验着资产管理机构和从业者们的决心和智慧。成立20年来，基金业依托制度优势，在保障自身安全稳健发展的同时，还有效引领了其他资产管理机构合规风控意识的树立和践行。“资管新规”中有关资产管理机构的合规和风控标准的规定就充分借鉴了多年来基金业的实操标准，体现了监管部门对证券投资基金管理风险和合规运作的充分认可。

未来，国际国内市场日趋复杂，技术的进步，金融局势的稳定，财富积累效应方式的改变，市场架构格局的变动，监管文化的差异，产品丰富带来的运营成本提高，以及最为根本的，机构和从业人员对“信义义务”的坚守和信仰，都在不知不觉间影响着基金业对合规和风控体系建设的完善和实践。

刚刚颁布的“资管新规”在总结过去20年行业实践的基础上，借鉴境外先进管理经验，统一了对资产管理的监管标准，实行了公平的市场准入和监管，最大限度地消除了监管套利的空间；同时，还在产品净值化管理、打破刚性兑付、实现资管产品的风险定价、明确资管机构的主体责任等方面都做出了详尽的规定。这些规定一方面有利于推动资管行业步入规范发展新阶段，另一方面也势必带来原本行之有效的合规风控体系的升级和革新。基金业唯有牢记“投资者利益最大化”的初心，始终坚守和履行信义义务，才能保障基业长青，不负市场和投资者重托，将行业建设成投资者权益保护最充分、市场最规范、系统性风险因素最少的现代金融服务业。

第五，基金业要积极投身到我国养老金体系的制度设计和推动工作中去，要在全面提升全民福祉方面发挥越来越大的作用。

从全球范围来看，21世纪面临多重挑战，其中，人口老龄化已经成为世界各国，尤其是我国的重大社会问题之一。与老龄化问题休戚

相关的养老金体系也面临着如何实现资产保值增值，获取长期投资收益的艰巨任务。目前，我国养老金体系构建进入到顶层设计和加强市场化投资运作的关键时期，而基金业作为养老金投资管理的主力军，要立足于中国国情，思考符合中国市场实践的解决方案。特别是，应当结合自身业务实践，不满足于只是被动的执行者，而是应当积极建言献策，持续推动基金业与养老金的深度融合，特别是推进个税递延在公募基金产品中的落地，将实体经济发展成果惠泽于民；应当深入思考养老金管理的现实要求，为养老金提供专业化投资工具，提升专业化投资水平，优化投资回报，将更多养老资产转化为创新发展的资本金，让全民共享经济发展成果，将行业发展根植于国家命运和国民福祉土壤之中。

需要指出的是，由于养老金资产属性的敏感性，使得“为使资产绝对安全导致配置短期化和稳定收益的要求”这样的观念长期主导着养老金委托人的认知。事实上，正如中欧基金董事长窦玉明讲到的：“短期的净值波动并不会对养老金投资造成实质的伤害，其真正的威胁在于为了确保每年保本盈利，而把资金大部分配置在短期且收益稳定的金融产品中。长钱短投的错配，导致资金长期投资回报低微，最终达不到退休后美好生活的目标。”因此，公募基金多年来在长期投资、价值投资、责任投资的实践中所积累的经验甚至教训，恰是养老金资产配置所最需要、投资管理人所应具备的最为根本的管理能力。

“潮平两岸阔，风正一帆悬”。2018年，适逢中国改革开放40周年之际，中国的基金业迎来了自己20岁的芳华时节，随着国家的不断富强、资本市场的持续开放，基金业还将在促进构建全面开放新格局，推动经济全球化方面发挥越来越重要的作用。2019年，即将迎来新中国成立70周年，建设富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国的步伐无比坚定，中华民族伟大复兴的中国梦正在徐徐成真。在这样一个承前启后、继往开来的时代，更广阔的天地呼唤基金业更大的作为，更加美好的未来昭示基金业更加辉煌的明天。

不忘初心谱华章，牢记使命启新程。展望未来，我们要在新时代中国特色社会主义思想指引下，朝乾夕惕，慎始敬终，始终站在中国特色社会主义进入新时代的高度，站在构建现代化经济体系的高度，站在建设创新型国家的高度，站在资产管理行业回归本源的高度，努力将基金业建成最具公信力、最富竞争力的金融服务行业，持续引领我国资产管理行业发展方向，为实现金融服务实体经济、服务民生的重要使命贡献更大力量。

# 后记

黑格尔说，历史是一堆灰烬，但灰烬深处有余温。2018年是规范后的中国基金行业启航20周年，又恰逢改革开放40周年，也临近新中国成立70周年。

从1998年到2018年，20年，放在历史长河中，只是弹指一挥间。但落到具体行业上，则是一路筚路蓝缕、栉风沐雨。如果从20世纪90年代初“老基金”诞生算起，基金的征程其实已有近30年。

改革开放的土壤孕育了基金，并向它源源不断地提供了养分。今天的基金行业身上，散发出的已经是历经磨砺的气息，还有着20多岁的年轻少有的成熟和坚韧，已经成为中国多层次资本市场体系建设的中流砥柱。

今天的基金业是改革开放40年来金融领域结出的丰硕成果，真正肩负起了普惠金融的历史担当，为4.2亿的有效个人投资者账户提供了理财服务。

有些事情，在当时可能并未有很深的感受，回过头来再看，人生的轨迹、行业的方向就在那一刻无意中形成。这也是我们之所以应该回望历史的原因。

用纪实的方式编写和出版一本记录行业发展全貌的书，既是纪念开创者最好的方式，又可以为后来者提供参考。这个念头一直萦绕在协会领导、行业早期参与者的心头，也是正在经历市场起伏、迫切希望了解行业过去的新生代同业的心愿。

2018年恰逢中国基金业20周年，中国证券投资基金业协会策划了系列活动，而撰写行业纪念书籍正是其中一项重要内容。协会公募基金专业委员会主席，招商基金副董事长、总经理金旭也正有此意。一年前，金旭在上海、北京、深圳等地组织了若干次富有成效的头脑风暴，促成了本书的大纲雏形，并以公募基金专业委员会的名义主动承担了书籍撰写的组织工作。在书籍的构思初期，我们征询和讨教了监管机构的多位老领导、基金管理公司离任或现任总经理、托管销售机构和沪深证券交易所等对行业有深厚情感的同事的意见和想法。大家一致认为，在中国基金业20周年之际启动并完成本书具有重要的历史意义，并纷纷提出了良好的建议。于是，我们以饱满的热情在接近半年时间里完成了书稿撰写，而实际上，这本书，应该是几代基金从业者20年的心路历程。

书籍编委会由具有行业影响力的资深专家组成，各位编委会成员对书籍撰写工作大力支持，并对书籍的主旨、基调、架构提出了指导性意见。书籍第一章至第三章由徐国杰撰写，第四章至第六章由范恩洁撰写，第七章至第九章由李晔斌撰写，而展望部分由书籍编委会副主编金旭亲自执笔，全书最后由徐国杰统稿修改。本书成稿时，徐国杰为《中国证券报·金牛基金周报》副主编，范恩洁为聪明投资者创始人，李晔斌为中欧基金品牌业务负责人。三位作者均有超过10年的基金报道或从业经历，在短短半年时间内以无偿形式完成了史料查阅、人物采访及书籍撰写工作，其专业水准、对行业的深厚感情可见一斑。

在协会和编委会的竭力协调帮助下，作者深度采访了数十位行业当事人，包括证券和金融机构原监管者、第一代基金从业者、银行从业者、私募从业者等，并参考了当时的公开报道和相关研究资料。感谢这些受访者在百忙之中抽出了大量时间。在访谈中，我们也深深感受到了受访者对基金行业的热爱和拳拳之心（书中涉及多个人名时，一般以姓氏笔画为序）。

此外，国泰基金的冯迪、汇添富基金的彭意，在工作之余，协助收集整理相关资料；基金业协会的贾丽丽、孙晶硕、罗琦在书籍的撰写、出版过程中承担了大量组织协调工作。书籍在较短时间内顺利出版，得益于中信出版社的鼎力支持，我们要向参与这部作品编写、发行的出版社的各位朋友，说一声感谢。

但由于撰写时间较紧，难免有挂一漏万之处，采访者和采编者也都不可避免地有自己的主观视角和判断。因此，在所有参与本书人员尽最大努力还原真实的前提下，如果有史实不够准确，观点或者评论有失偏颇甚至失准的情况，还请读者谅解并不吝赐教。后续我们会不断补充完善。可以肯定的是，本书应该仅仅是基金行业历史篇章的一个微小缩影，更美好的现在和未来还有待续写和见证。同时，历史是一面镜子，我们也希望这段记录下来的历史对行业内外都能有所启发、有所裨益。